

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Analýza zadluženosti MSA, a.s.
Indebtedness analysis of MSA, a.s.

Student: Karin Poštulková
Vedoucí bakalářské práce: Ing. Jiří Valecký

Ostrava 2009

Zadání bakalářské práce

Student: **Karin Poštulková**
Studijní program: B6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202R010 Finance
Specializace: 00 Finance
Téma: Analýza zadluženosti MSA, a.s.
Indebtedness analysis of MSA, a.s.

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Charakteristika finanční analýzy
 3. Náklady kapitálu a kapitálová struktura
 4. Analýza zadluženosti MSA, a.s.
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledku bakalářské práce
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1.vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. *Fundamentals of corporate finance*. 4th ed. Boston: Irwin/McGraw-Hill, 1998. 826 s. ISBN 0-256-16458-4.
SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 1.vyd. Brno: COMPUTER PRESS, a.s., 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.

Formální náležitosti a rozsah bakalářské práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí bakalářské práce: **Ing. Jiří Valecký**

Datum zadání: 21. 11. 2008
Datum odevzdání: 07. 05. 2009

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry

prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Místopřísežně prohlašuji, že jsem bakalářskou práci na téma „Analýza zadluženosti MSA, a.s.“ vypracovala samostatně pod vedením Ing. Jiřího Valeckého a použitou literaturu uvádím v přiloženém seznamu literatury.

V Ostravě dne 7. května 2009

podpis studenta

OBSAH

OBSAH	1
Seznam obrázků	2
1. ÚVOD	3
2. CHARAKTERISTIKA FINANČNÍ ANALÝZY	5
2.1. Metody finanční analýzy	6
2.1.1. Poměrová analýza	7
2.1.2. Horizontální analýza podniku	8
2.1.3. Vertikální analýza podniku	9
2.2. Oblasti hodnocení finanční analýzy	10
2.2.1. Rentabilita	10
2.2.2. Likvidita	12
2.2.3. Aktivita.....	13
2.2.4. Ukazatelé finančního (kapitálového) trhu	15
2.3. Zadluženost	17
3. NÁKLADY KAPITÁLU A KAPITÁLOVÁ STRUKTURA.....	21
3.1. Náklady na vlastní kapitál	22
3.2. Náklady na cizí kapitál.....	25
3.3. Optimální kapitálová struktura.....	26
3.4. Proces optimalizace kapitálové struktury.....	30
4. ANALÝZA ZADLUŽENOSTI MSA, a.s.	32
4.1. Představení společnosti MSA, a.s.	32
4.2. Analýza zadluženosti.....	33
4.2.1. Vertikální analýza	34
4.2.2. Poměrová analýza	35
4.3. Optimální zadlužení	44
5. ZÁVĚR	46
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	48
SEZNAM ZKRATEK.....	49
PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE.....	50
PŘÍLOHY	51

Seznam obrázků

Obr. 3.1 Vývoj nákladů kapitálu dle modelu MM I.	27
Obr. 3.2 Vývoj nákladů kapitálu dle modelu MM II.	28
Obr. 3.3 Vývoj nákladů kapitálu dle MM III.	29
Obr. 4.1 Vertikální analýza	34
Obr. 4.2 Celková zadluženost.....	36
Obr. 4.3 Kvóta vlastního kapitálu.....	37
Obr. 4.4 Koefficient zadluženosti	38
Obr. 4.5 Graf úrokového krytí	39
Obr. 4.6 Úrokové zatížení	40
Obr. 4.7 Dlouhodobá zadluženost	41
Obr. 4.8 Běžná zadluženost	42
Obr. 4.9 Úvěrová zadluženost	43
Obr. 4.10 Vývoj WACC při dané hodnotě zadlužení.....	45
Tab. 4.1 Vertikální analýza	34
Tab. 4.2 Celková zadluženost.....	36
Tab. 4.3 Kvóta vlastního kapitálu.....	37
Tab. 4.4 Koefficient zadluženosti	38
Tab. 4.5 Úrokové krytí	39
Tab. 4.6 Úrokové zatížení	40
Tab. 4.7 Dlouhodobá zadluženost	41
Tab. 4.8 Běžná zadluženost	41
Tab. 4.9 Úvěrová zadluženost	42
Tab. 4.10 Doba návratnosti úvěru	44
Tab. 4.11 Vývoj WACC při dané hodnotě zadlužení.....	45

1. ÚVOD

Druhá polovina roku 2008 byla ve znamení hospodářského poklesu, který následně odstartoval celosvětovou finanční krizi. Pro mnohé podniky, které již delší dobu na trhu jen přežívaly, byl předešlý rok a začátek letošního roku ve znamení bankrotu. A právě proto nyní vyvstává otázka týkající se zadluženosti firem, která není jen krátkodobou záležitostí, ale podniky s ní „vstoupily“ do letošní složité ekonomické situace.

Cílem této bakalářské práce je provést analýzu zadluženosti, která je zaměřena na vývoj zadluženosti a zjištění optimální struktury kapitálu společnosti MSA, a.s. Hodnocené období je tříleté, zjišťován je vývoj zadluženosti firmy v letech 2005 – 2007. Veškeré údaje, které jsou použity pro výpočty, vycházejí z rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Hodnoty z rozvahy jsou však pro efektivní určení zadluženosti během roku zprůměrovány.

Pro bakalářskou práci je vybrána firma, která na trhu působí dlouho a prošla značným vývojem, který měl za následek změny nejen ve výrobním programu, ale také změny v majetkové struktuře podniku. Společnost MSA, a.s. během sledovaných období změnila vlastníka firmy a došlo také k fúzi. Všechny tyto skutečnosti se odrazily na její zadluženosti.

Bakalářská práce je rozdělena na dvě části, a to část teoretickou a praktickou. V teoretické části je charakterizována finanční analýza a náklady kapitálu. V kapitole Charakteristika finanční analýzy jsou v podkapitolách popsány jednotlivé druhy technické analýzy, jako jsou: horizontální analýza, vertikální analýza a poměrová analýza. V každé z těchto podkapitol jsou uvedeny metody výpočtu, z nichž některé jsou využity v praktické části této bakalářské práce.

V kapitole Náklady kapitálu a kapitálová struktura jsou popsány jednotlivé náklady kapitálu, optimální kapitálová struktura a proces optimalizace kapitálové struktury. Také zde jsou uvedeny a popsány metody výpočtu jednotlivých nákladů kapitálu.

Praktická část bakalářské práce je zaměřena již na konkrétní analýzu zadluženosti. V této části je představena společnost MSA, a.s. V dalších podkapitolách této části je vypočtena vertikální analýza a poměrová analýza zadluženosti. Nejdříve je provedena vertikální analýza rozvahy, konkrétně tedy pasiv. Po té je provedena poměrová analýza zaměřená na ukazatele zadluženosti. Poslední částí této kapitoly je stanovení optimální kapitálové struktury.

2. CHARAKTERISTIKA FINANČNÍ ANALÝZY

Finanční analýza podniku je chápána jako metoda sloužící k hodnocení finančního hospodaření podniku, při které se získávají data a ty se pak třídí, agregují, poměřují mezi sebou navzájem, kvantifikují se vztahy mezi nimi, hledají se kauzální souvislosti mezi daty a určuje se jejich vývoj. Tím se nejen zvyšuje vypovídací schopnost zpracovávaných dat, ale také jejich informační hodnota.

Hlavním úkolem finanční analýzy je provést detailní rozbor hospodaření podniku. Pokud je to možné, zjistit budoucí vyhlídky na finanční situaci podniku v dalších letech a zavést opatření ke zlepšení ekonomické situace podniku, zajištění jeho další prosperity a zkvalitnění rozhodovacích procesů.

Finanční situace podniku je souhrnným vyjádřením úrovně všech jeho podnikových aktivit, kterými se firma na trhu prezentuje. Do finanční analýzy se promítá objem a kvalita výroby a výrobků, úroveň marketingové a obchodní činnosti, inovační aktivita a další činnosti související s řízením, výrobou a prodejem uskutečňovaným daným podnikem.

Finanční analýzu lze v zásadě rozdělit do třech, na sebe navazujících etap:

1. diagnóza základních charakteristik finanční situace,
2. hlubší rozbor příčin zjištěného stavu,
3. identifikace hlavních faktorů nežádoucího vývoje a návrh opatření.

Takovéto informace získané pomocí finanční analýzy jsou důležitým zdrojem, který vypovídá o dané hospodářské situaci podniku. Odráží celkovou úroveň firmy a její konkurenceschopnost. Tyto zjištěné skutečnosti také umožňují managementu podniku dospět k určitým závěrům o celkovém hospodaření a představují podklad pro další řízení a rozhodování. Zájem o tyto informace má mnoho subjektů, dle toho jak se jeví složitost vztahů mezi nimi a podnikem.

Potřebu finančních informací jednotlivých zainteresovaných subjektů lze rozdělit z různých pohledů takto:

1. *podle zdrojů finančních prostředků* - vlastníci, věřitelé, obchodní věřitelé,
2. *podle pravomoci v řízení podniku* - vlastníci, management podniku, vnitropodnikové hospodářské jednotky,
3. *podle typu podílu na výstupech podniku* - zaměstnanci, obchodní dodavatelé, banky, investoři, stát, management.

Mezi hlavní cíle finanční analýzy podniku zpravidla řadíme:

- posouzení vlivu vnitřního a vnějšího prostředí podniku,
- analýza dosavadního vývoje podniku,
- komparace výsledků analýzy v prostoru,
- analýza vztahů mezi ukazateli (pyramidální rozklady),
- poskytnutí informací pro rozhodování do budoucnosti,
- analýza variant budoucího vývoje a výběr nejvhodnější varianty,
- interpretace výsledků včetně návrhů ve finančním plánování a řízení podniku.

Při provádění finanční analýzy je nutno brát v úvahu podmínku aplikovatelnosti (používají se metody, které jsou adekvátní praktickým možnostem a podmínkám podniku), efektivnosti (náklady, které byly vynaloženy na zpracování by neměly přesahovat očekávané výnosy plynoucí z využití výsledků) a účelnosti (finanční analýza je propočítávána k předem vymezenému cíli).

2.1. Metody finanční analýzy

Ve finančním hodnocení podniku se využívají metody finanční analýzy jako nástroj finančního managementu nebo ostatních uživatelů. Klasická finanční analýza obsahuje dvě navzájem propojené části:

- **kvalitativní**, tzv. *fundamentální analýzu*,
- **kvantitativní**, tzv. *technickou analýzu*.

Fundamentální analýza - je založena na rozsáhlých znalostech vzájemných souvislostí mezi ekonomickými a mimoekonomickými jevy, na zkušenostech odborníků, na jejich subjektivních odhadech i na citu pro situace a jejich trendy. Výhodiskem fundamentální analýzy podniku je obvykle podrobné zjištění prostředí, ve kterém se podnik nachází. Kvalitativní analýza vytváří základní rámec pro technickou (kvantitativní) finanční analýzu.

Technická analýza - pracuje s matematickými, statistickými a dalšími algoritmizovanými metodami, které vedou ke kvantifikativnímu zpracování ekonomických dat s následným ekonomickým posouzením výsledků. Její použití a výsledné hodnocení se neobejde bez srovnání s jednotlivými závěry dosaženými jinými postupy a bez kvalifikovaného ekonomického posouzení.

V závislosti na časovém úseku se setkáváme s rozdělením finanční analýzy na analýzu ex post, která je postavena na retrospektivních datech, a analýzu ex ante, orientovanou do budoucnosti. Cílem analýzy ex ante je nastítnit současnou situaci firmy a předvídat, jakým směrem se bude podnik v nejbližších letech ubírat, a poukázat včas na jeho případné finanční ohrožení.

Technickou analýzu můžeme dále členit:

- poměrová analýza,
- horizontální analýza podniku,
- vertikální analýza podniku.

2.1.1. Poměrová analýza

Poměrová analýza vychází z účetních výkazů - rozvahy, a také zisků a ztrát. Základem je podíl dvou absolutních ukazatelů. Např. zadluženost podniku vyjádříme jako podíl celkových dluhů na celkových zdrojích v procentech, rentabilitu tržeb jako podíl zisku připadajícího na jednu korunu tržeb (obvykle v procentech), obratovost zásob jako počet obrátek za rok nebo ve dnech.

Poměrové ukazatele poskytují rychlý obraz o základních finančních charakteristikách firmy. Můžeme je tudíž označit jako určité síto, které zachytí oblasti vyjadřující hlubší analýzu. Umožňují mezipodnikové srovnávání nebo srovnání s odvětvovým průměrem. Finanční analytik musí přihlížet i k ekonomickému okolí firmy, především k tomu, na jakém typu trhu firma působí a jaké tam má postavení, zda dodává na místní trh nebo výrobky vyváží a podobně.

Poměrové ukazatele řadíme ve své podstatě do čtyř skupin:

- ukazatelé rentability,
- ukazatelé likvidity,
- ukazatelé zadluženosti,
- ukazatelé aktivity,
- ukazatelé finančního trhu.

Výše uvedení ukazatelé mohou poskytnout, a ve své podstatě poskytují, mnoho užitečných informací. O podniku se však můžeme dozvědět mnohem více, pokud tyto ukazatele hodnocené firmy srovnáme s jinými firmami, ve stejném odvětví, a především pokud je vzájemně porovnáme v čase. Při takovémto srovnávání ukazatelů mezi firmami se doporučuje vybírat především takové podniky, které mají shodný předmět podnikání, a rozsahem, strukturou a dalšími charakteristikami se přibližují naší firmě.

2.1.2. Horizontální analýza podniku

Tato analýza využívá přímo data, která jsou získávána nejčastěji z účetních výkazů (rozvahy podniku a výkazu zisku a ztráty) případně z výročních zpráv. Vedle sledování změn absolutní hodnoty vykazovaných dat v určitém časovém období se zjišťují také jejich relativní odchylky. Změny jednotlivých položek výkazů se sledují po řádcích, horizontálně a jsou vyjádřeny v procentech. Jedná se o vyčíslení procentní změny příslušné položky v běžném roce, oproti roku minulému.

Při hodnocení situace firmy by měl finanční analytik brát v úvahu rovněž okolní podmínky jako např. změny v daňové soustavě, vstup nových konkurentů na trh, změny podmínek na kapitálovém trhu, změny v poptávce, změny cen vstupů, mezinárodní vlivy

(politické konflikty a krize v určitých regionech). Je třeba znát i záměry firmy do budoucna.

Horizontální analýza se běžně využívá k zachycení vývojových trendů ve struktuře majetku i kapitálu podniku. Je nejčastěji používanou a nejjednodušší metodou při vypracování zpráv o hospodářské situaci podniku a jeho minulém a budoucím vývoji. Často je tato analýza zobrazována pomocí grafického zobrazení změn, které je velmi ilustrativní, působivé a názorné. Ke grafickému znázornění změn sledovaných veličin se používá sloupcový, respektive je-li sledováno delší časové období, spojnicový graf.

2.1.3. Vertikální analýza podniku

Jako ideální metoda pro posouzení majetkové a finanční struktury podniku je využitelná vertikální analýza. Vertikální analýza posuzuje jednotlivé soubory majetku a kapitálu, tzv. struktura aktiv a pasiv podniku. Ze struktury aktiv a pasiv je zřejmé, jaké je složení hospodářských prostředků potřebných pro výrobní a obchodní aktivity podniku a z jakých zdrojů byly pořízeny.

Označení vertikální analýzy vzniklo v důsledku procentního vyjádření jednotlivých sledovaných komponentů, při kterých se orientujeme v jednotlivých letech odshora dolů ve sloupcích, a nikoliv napříč jednotlivými roky.

Pro posouzení majetkové struktury porovnáváme jednotlivé části majetku k celkovým aktivům a tím získáme jejich poměr. V případě posouzení kapitálové struktury a zadluženosti firmy je vhodné vycházet z obecného vyjádření

$$\frac{P_i}{\sum_{i=1}^N P_i},$$

kde P_i je dílčí komponent,

N je počet komponentů,

přičemž platí, že $\sum_{i=1}^N \left(\frac{P_i}{\sum_{i=1}^N P_i} \right) = 1$.

Tím získáme nejen poměr jednotlivých pasiv, ale také přesnou představu o zadluženosti a kapitálové struktuře podniku.

Výhodou vertikální analýzy je její nezávislost na meziroční inflaci a umožňuje tedy srovnatelnost výsledků analýz z různých předešlých let. Používá se proto ke srovnávání v čase i v prostoru (srovnávání různých firem navzájem). Tato analýza je velmi jednoduchá a odhalí mnohé o ekonomice podniku.

2.2. Oblasti hodnocení finanční analýzy

Pro hodnocení finanční analýzy se nejčastěji využívá poměrová analýza. Tuto analýzu je možno rozdělit do několika oblastí podle jednotlivých ukazatelů. Takto vytvořené oblasti se člení do pěti skupin, podle ukazatelů s určitou výpovědní skutečností, kterými jsou tyto ukazatele, na základě daných početních operací, typičtí. Jedná se o poměrové ukazatele rentability, likvidity, aktivity, finančního (kapitálového) trhu a zadluženosti.

2.2.1. Rentabilita

Rentabilitě se také říká ukazatel výnosnosti nebo efektivnosti hospodaření. Rentabilita je jedním z velice důležitých pojmů, velký důraz na ni kladou případní investoři. Čím rentabilnější společnost je, tím se její šance na získání investora zvyšuje.

Rentabilita je určitý poměr konečné ceny výrobku a nákladů skutečně vynaložených na jeho výrobu. Do těchto nákladů se zahrnuje především částka investovaná do materiálů, které byly na výrobek použity. Společnost, která má náklady na výrobu vyšší než je cena konečného výrobku je tedy nerentabilní a z dlouhodobého hlediska není konkurenceschopná.

Základním kritériem hodnocení rentability je rentabilita vloženého kapitálu. Tato rentabilita je obecně definována jako poměr zisku k vloženému kapitálu. Vložený kapitál se zpravidla používá ve třech formách. Podle použitého typu kapitálu se rozlišují tyto ukazatele:

- rentabilita aktiv (ROA),
- rentabilita vlastního kapitálu (ROE),
- rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE),
- rentabilita tržeb (ROS).

V praxi se používají různé modifikace ukazatelů rentability, které se liší podle toho, zda se pro výpočet použije zisk před úhradou úroků a daní tzv. EBIT, zisk před zdaněním tzv. EBT, dále pak zisk po zdanění tzv. EAT, či zisk po zdanění zvýšený o nákladové úroky, respektive zvýšený o zdaněné úroky.

Ukazatel ROA (Return on Assets), ukazatel rentability aktiv, bývá považován za klíčové měřítko rentability, protože poměruje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financována. Trend tohoto ukazatele by měl být dlouhodobě rostoucí. Rentabilita aktiv se vypočítá

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} . \quad (2.1)$$

Ukazatel ROE (Return on Equity) vyjadřuje míru ziskovosti vlastního kapitálu a je ukazatelem, pomocí kterého vlastníci zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos a zda se využívá s intenzitou odpovídající velikosti jejich investičního rizika. Z dlouhodobého hlediska by měl mít tento ukazatel taktéž trend růstu. Ukazatele rentability vlastního kapitálu lze vyjádřit

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní kapitál} . \quad (2.2)$$

Ukazatel ROCE (Return on Capital Employed) hodnotí význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti z vlastního kapitálu spojeného s dlouhodobými zdroji. Jedná se o ukazatele, který je často využíván k mezipodnikovému porovnání. I tento ukazatel by měl mít rostoucí charakter. Tento ukazatel má následující vzorec

$$ROCE = \frac{EBIT}{vlastní kapitál + dlouhodobé dluhy} . \quad (2.3)$$

Ukazatel ROS (Return on Sales) slouží k posouzení rentability, je však vhodný zejména pro srovnání v čase a vzájemně mezi podniky. Je jedním z běžně sledovaných ukazatelů finanční analýzy. Jeho nízká hodnota poukazuje na chybné řízení firmy, střední úroveň je znakem dobré práce managementu podniku a dobrého jména firmy na trhu, vysoká úroveň ukazatele značí nadprůměrnou úroveň společnosti. Také tento ukazatel by měl v dlouhodobém časovém horizontu růst. Rentabilita tržeb je interpretována jako

$$ROS = \frac{EAT}{tržby} . \quad (2.4)$$

2.2.2. Likvidita

Ukazatelé likvidity charakterizují platební schopnost podniku, neboli schopnost podniku dostát svým závazkům. Úzce navazují na ukazatele finanční závislosti (zadluženosti). Pod pojmem likvidita chápeme obecnou schopnost podniku hradit své závazky, získávat dostatek peněžních prostředků potřebných k provedení určitých plateb souvisejících s podnikáním. Likvidita tedy závisí na tom, jak rychle je podnik schopen obdržet finanční prostředky ze vzniklých pohledávek, zda jsou jeho výrobky dobře prodejné a jestli je schopen v případě potřeby odprodat své zásoby apod.

Ukazatelé likvidity poměřují to, čím je možno platit, s tím, co je nutno zaplatit. Nevýhodou ukazatelů je, že hodnotí likviditu podle zůstatku finančního majetku, ale ta v daleko větší míře závisí na budoucím cash flow.

Mezi nejznámější ukazatele likvidity řadíme:

- ukazatel celkové likvidity,
- ukazatel pohotové likvidity,
- ukazatel okamžité likvidity.

Ukazatel celkové likvidity, říká se mu také běžná likvidita, mobilita nebo běžná míra. Tento ukazatel vyjadřuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky. Za přiměřenou výši tohoto ukazatele se považuje rozmezí od 1,5 do 2,5 (Finanční řízení a rozhodování podniku, D. Dluhošová).¹ Celková likvidita nebo také běžná likvidita

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.5)$$

Ukazatel pohotové likvidity při svém vyjádření vylučuje z oběžných aktiv zásoby. Ukazatel pohotové likvidity bere tedy v úvahu jen pohotové peněžní prostředky, kterým jsou především pokladní hotovost, peníze na bankovních účtech, obchodovatelné cenné papíry, pohledávky atd. Doporučená hodnota ukazatele pohotové likvidity se nachází

¹ DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.

v rozmezí od 1 do 1,5 (Finanční řízení a rozhodování podniku, D. Dluhošová).² Pohotová likvidita je dána vztahem

$$\text{Pohotov\acute{a} likvidita} = \frac{\text{ob\acute{e}žn\acute{a} aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.6)$$

Ukazatel okamžité likvidity měří schopnost podniku hradit právě splatné dluhy. Do čitatele se dosazují peněžní prostředky a jejich ekvivalenty např. volně obchodovatelné krátkodobé CP, splatné dluhy, směnečné dluhy a šeky. Pokud hodnota ukazatele vykazuje alespoň 0,2, je likvidita zajištěna (Finanční analýza podniku, J. Sedláček).³ Ukazatel je vyjádřen poměrem

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{peněžní prostředky} + \text{ekvivalenty}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.7)$$

Všechny uvedené hodnoty jsou pouze doporučené. Skutečné hodnoty se porovnávají s jiným firmami, které působí v jednom, daném, odvětví.

2.2.3. Aktivita

Ukazatelé aktivity poměřují efektivnost hospodaření podniku se svými aktivy. Pokud má firma aktiv více než je účelné, vznikají ji zbytečné náklady a tím i nízký zisk. Má-li jich naopak nedostatek, musí se vzdát mnoha potencionálně výhodných podnikatelských příležitostí a přichází o výnosy.

Mezi ukazatele aktivity se řadí:

- obrátka celkových aktiv,
- doba obratu aktiv,
- doba obratu zásob,
- doba obratu pohledávek,
- doba obratu závazků.

² DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.

³ SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: COMPUTER PRESS, a.s., 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.

Obrátka celkových aktiv měří obrat neboli intenzitu využití celkového majetku. Tento ukazatel je nejvíce využíván pro mezipodnikové srovnání. Čím je ukazatel vyšší, tím efektivněji podnik využívá majetek. Tato intenzita je vyjádřena dle vzorce

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.8)$$

Doba obratu aktiv nám vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Efektivní je co nejnižší výsledná hodnota tohoto ukazatele. V dlouhodobém horizontu by tudíž mělo docházet ke klesání vypočtené hodnoty. Tato doba se vypočítá jako

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.9)$$

Doba obratu zásob charakterizuje úroveň běžného provozního řízení. Pro podnik je nejpříjemnější udržovat dobu obratu zásob na ekonomicky a technicky odůvodněné výši. Dlouhodobě by měl tento ukazatel klesat. Tento ukazatel aktivity obecně vyjádříme

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.10)$$

Doba obratu pohledávek vypovídá o strategii řízení pohledávek a udává, za jak dlouho jsou průměrně hrazeny vydané faktury. Tento ukazatel je důležitý z hlediska plánování peněžních toků. Z časově delšího horizontu by měl mít klesající trend. Doba obratu pohledávek, nebo-li doba obdržení platby za faktury, má následující početní vztah

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.11)$$

Doba obratu závazků udává, jak dlouho firma odkládá platbu faktur svým dodavatelům. Tento ukazatel by měl být stabilní bez nějakých větších odchylek. Časový horizont daný platbou faktur přijatých lze vypočíst dle vzorce s následujícím poměrem čitatele a jmenovatele

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.12)$$

2.2.4. Ukazatelé finančního (kapitálového) trhu

Ukazatelé finančního trhu nebo také ukazatele kapitálového trhu používají při svém výpočtu nejen údaje získané z účetních dokladů (rozvaha, výkaz zisků a ztrát), ale také údaje vycházející z kapitálového trhu. Tyto ukazatele používají firmy, jejichž právní formou je akciová společnost (a.s.) a akcie, které tato firma vydá, jsou volně obchodovatelné na kapitálových trzích.

Jedná se zejména o ukazatele:

- čistý zisk na akcii (EPS),
- P/E ratio,
- dividendový výnos (Dividend Yield),
- výplatní poměr (Payout Ratio),
- Market-to-Book Ratio,
- účetní hodnota akcie (Book Value per Share).

Čistý zisk na akcii (EPS - Earnings Per Share) nám udává, kolik čistého zisku připadá na jednu akcii a jakou maximální výši dividend je možné vyplatit ze zisku společnosti na tuto jednu akcii. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je ohlas u investorů a cena akcie stoupá a to má za následek růst hodnoty firmy. Čistý zisk na akcii je vyjádřen vzorcem

$$EPS = \frac{EAT}{\text{počet kusů kmenových akcií}} \quad (2.13)$$

Ukazatel **P/E ratio (Price Earning ratio)** vyjadřuje poměr tržní ceny akcie a čistého zisku na 1 kmenovou akcii. Pokud je tento ukazatel v čase nebo ve srovnání s jinými akciemi nižší, znamená to, že akcie je podhodnocena a může to signalizovat vhodnou investiční příležitost. V případě, že je ukazatel vyšší, je akcie nadhodnocena. Tento ukazatel je vyjádřen následujícím poměrem

$$P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na jednu akcii}} \quad (2.14)$$

Dividendový výnos vyjadřuje výnosnost akcie. Vývoj tohoto ukazatele závisí na zvýšení nebo snížení tržní ceny akcie. Pokud se bude tržní cena akcie zvyšovat a nezmění

se výše dividendy, hodnota ukazatele oproti předchozímu období klesne. Opačně to bude v případě snížení tržní ceny akcie. Když tedy tržní cena akcie poklesne a nezmění se výše dividendy na kmenovou akcii, dividendový výnos bude rostoucí. Ukazatel je obecně vyjádřen

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na kmenovou akcii}}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (2.15)$$

Výplatní poměr určuje tu část z čistého zisku, která je vyplácena na dividendách. Podává také důležité informace o reinvestiční aktivitě a strategii podniku. Zisk, který není vyplacen v dividendách, zůstává jako nerozdělený zisk k dispozici pro další rozvoj podnikání. Výplatní poměr vypočítáme jako

$$\text{Výplatní poměr} = \frac{\text{dividenda na kmenovou akcii}}{\text{čistý zisk na jednu akcii}}. \quad (2.16)$$

Market-to-Book-Ratio určuje poměr tržní hodnoty firmy k její účetní hodnotě. Dobře prosperující podnik by měl mít tržní hodnotu vyšší než je jeho účetní hodnota. Tento poměr se vypočítá

$$\text{Market-to-Book-Ratio} = \frac{\sum \text{tržních cen všech akcií}}{\text{účetní hodnota akcie}}. \quad (2.17)$$

Účetní hodnota akcie nám vyjadřuje výkonnost a růst podniku. Je tedy žádoucí, aby tento ukazatel měl rostoucí tendenci. Ukazatel se vyjadřuje jako

$$\text{Účetní hodnota akcie} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{počet kmenových akcií}}. \quad (2.18)$$

2.3. Zadluženost

Zadluženost podniku a její vývoj je důležitým a také velmi častým tématem při rozhodování managementu firmy o dalším strategickém plánování, o možnosti výroby nového výrobku, o dalším investování aj.

Zadlužeností se zabývá nejen management podniku, jelikož sleduje rostoucí zadluženost, což má za následek růst rizika a pokles tržní hodnoty firmy, ale také finanční analytici a jiné instituce, které pro své rozhodování potřebují znát výsledky ukazatelů zadluženosti a jejich dlouhodobý vývoj. Jedná se především o banky poskytující bankovní úvěry podnikatelům, ale také o pojišťovny a jiné finanční ústavy.

Struktura závazků a z nich vycházející zadluženost a její dlouhodobý vývoj podávají důležité informace a signály také potencionálním dodavatelům, zákazníkům, zaměstnancům firmy a v neposlední řadě také konkurenci.

Zadluženost způsobuje různé spekulace o firmě, jejím podnikání a budoucím rozvoji. Její vysoká míra způsobuje minimalizaci zisku a menší možnost získat finanční úvěr nebo nemožnost najít nového investora. Na druhou stranu její nízká míra má za následek větší ziskovost a zvyšuje také možnost získání vyššího úvěru nebo „přiláká“ další investory. Zadluženost v podniku hraje velikou roli a je potřeba tuto zadluženost udržovat na určité úrovni a v průběhu let ji pokud možno snižovat. Zadluženost není pouze negativní charakteristikou podniku, její růst může přispět k celkové rentabilitě, a tím i k vyšší tržní hodnotě podniku, avšak současně zvyšuje riziko finanční nestability.

Bohužel není možno stanovit optimální zadluženost, jelikož se tato hodnota liší podle typu podniku, způsobu podnikání a jednotlivých fází, ve kterých se podniky nachází. Záleží jen na managementu, kdy je zadluženost pro podnik únosná a kdy naopak může podnik přivést do značných problémů. Pro podnik není dobré mít zadluženost „nulovou“, znamenalo by to totiž, že management podniku není schopen efektivně využívat cizí zdroje k prospěchu své činnosti.

Ukazatelé zadluženosti udávají vztah mezi cizími a vlastními zdroji financování podniku, měří rozsah, v jakém podnik používá k financování dluhy. K analýze zadluženosti slouží mnoho ukazatelů, např.

- celková zadluženost,
- kvóta vlastního kapitálu,
- koeficient zadluženosti,
- úrokové krytí,
- úrokové zatížení,
- dlouhodobá zadluženost,
- běžná zadluženost,
- úvěrová zadluženost,
- doba návratnosti úvěru.

Celková zadluženost je používána pro hodnocení přiměřenosti zadlužení podniku. Celková zadluženost představuje podíl celkových dluhů k celkovým aktivům. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je riziko věřitelů. Tento ukazatel má význam spíše pro dlouhodobé věřitele jako jsou např. banky. Přiměřená zadluženost podniku je dána tímto vztahem

$$Ukazatel\ celkové\ zadluženosti = \frac{cizí\ kapitál}{celková\ aktiva} \quad (2.19)$$

Kvóta vlastního kapitálu nebo-li také vybavenost vlastním kapitálem, či finanční nezávislost je doplňkem k ukazateli celkové zadluženosti. Vyjadřuje finanční nezávislost podniku. Oba ukazatelé (jejich součet je roven 1) informují o finanční struktuře podniku. Finanční nezávislost zjistíme vztahem

$$Kvóta\ vlastního\ kapitálu = \frac{vlastní\ kapitál}{celková\ aktiva} \quad (2.20)$$

Koeficient zadluženosti má stejnou vypovídací schopnost jako celková zadluženost. Oba rostou stejným tempem, čím jak roste proporce dluhů ve finanční struktuře podniku. Celková zadluženost roste lineárně (až k 100%), zatímco koeficient zadluženosti roste exponenciálně (až do nekonečna). Hodnotu vypočteme pomocí vzorce

$$Koeficient\ zadluženosti = \frac{cizí\ kapitál}{vlastní\ kapitál} \quad (2.21)$$

Úrokové krytí nám poskytuje informace o tom, kolikrát převyšuje provozní zisk placené úroky. Část zisku, která je vyprodukována cizím kapitálem by měla stačit na pokrytí nákladů na vypůjčený kapitál. Pokud je ukazatel roven 1, znamená to, že na placení

úroků je třeba celého zisku a na vyplácení dividend nezůstanou finanční prostředky. Pokud je hodnota menší než 1, znamená to, že podnik nevydělá ani na úroky. Jestliže podnik při investování do podnikových aktiv využívá finančního nebo operativního leasingu, je vhodné tyto splátky zahrnout do tohoto ukazatele. Čím je vyšší hodnota toho ukazatele tím je to pro podnik efektivnější. Tento ukazatel vyjádříme vzorcem

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky} + \text{leasingové splátky}} \cdot \quad (2.22)$$

Úrokové zatížení vyjadřuje, jakou část celkového vytvořeného efektu odčerpávají úroky. Pokud má podnik dlouhodobě nízké úrokové zatížení, může si dovolit vyšší podíl cizích zdrojů. Jestliže firma při financování svých potřeb využívá leasingu, je vhodné tyto splátky zohlednit. Na rozdíl od úrokového krytí je pro podnik lepší nižší hodnota ukazatele. Efekt tohoto ukazatele je dán poměrem

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky} + \text{leasingové splátky}}{EBIT} \cdot \quad (2.23)$$

Dlouhodobá zadluženost porovnává tu část aktiv podniku, která je financována dlouhodobými zdroji. Napomáhá nalézt optimální poměr dlouhodobých a krátkodobých cizích zdrojů. Do dlouhodobých cizích zdrojů se zahrnují dlouhodobé obchodní závazky, úvěry a rezervy. Takovou to zadluženost vypočítáme následujícím vzorcem

$$\text{Dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \cdot \quad (2.24)$$

Běžná zadluženost poměruje krátkodobý cizí kapitál s celkovými aktivy. Čitatel zahrnuje krátkodobé závazky, běžné bankovní úvěry, pasivní, přechodné a dohadné položky. Hodnotu ukazatele vypočteme

$$\text{Běžná zadluženost} = \frac{\text{krátkodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \cdot \quad (2.25)$$

Úvěrová zadluženost je důležitým faktorem u podniků, u nichž jsou rozhodující formou financování cizí zdroje. Úvěrová zadluženost by měla být pokud možno v čase stabilní. Takovou zadluženost zjistíme následujícím poměrem

$$\text{Úvěrová zadluženost} = \frac{\text{úvěry}}{\text{vlastní kapitál}} \cdot \quad (2.26)$$

Doba návratnosti úvěru udává počet nutných let potřebných ke splácení úvěrů z provozního Cash Flow (EAT + odpisy). Tento ukazatel používají komerční banky při rozhodování o poskytnutí nebo neposkytnutí úvěru. Tato doba je obecně vyjádřena vzorcem

$$Doba\ návratnosti\ úvěru = \frac{úvěry}{EAT + odpisy} . \quad (2.27)$$

3. NÁKLADY KAPITÁLU A KAPITÁLOVÁ STRUKTURA

Obecně se kapitálem rozumí určitá hodnota, která je schopna zhodnocení. Ve finančním řízení se často setkáváme s náklady kapitálu, což jsou náklady daného podniku účelně vynaložené na získání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Náklady těchto složek jsou různé a podléhají i různému časovému vývoji. Náklady kapitálu lze chápat ze dvou hledisek

- z hlediska *investora*,
- z hlediska *podniku*.

Z pohledu investora se jedná o požadavek na výnosnost, která by měla být firmou dosahována, aby nedocházelo k poklesu hodnoty pro investory. Jedná se vlastně o takové vnitřní výnosové procento kapitálu, jehož tržní hodnota daného aktiva se rovná současné hodnotě finančních toků, které dané aktivum vytváří.

Náklady na kapitál jsou významné pro řadu finančních rozhodnutí a úvah, např. optimalizace kapitálové struktury podniku, oceňování jednotlivých složek majetku, stanovení hodnoty podniku a investiční rozhodování aj.

Souhrnně můžeme náklady na kapitál vyjádřit pomocí průměrných nákladů kapitálu (*WACC* - *Weighted Average Cost of Capital*). Jedná se o ekonomickou veličinu představující průměrnou cenu (vyjádřenou v úrokové míře), kterou musí podnik platit za užití svého kapitálu. Váhami jsou podíly jednotlivých složek ve struktuře kapitálu podniku. Mezi základní složky patří vlastní kapitál (akcie), obligace a jiné dlouhodobé cizí zdroje. Průměrné náklady na celkový kapitál jsou dány vzorcem

$$WACC = \frac{R_d \cdot (1 - p) \cdot D + R_e \cdot E}{D + E}, \quad (3.1)$$

kde R_d jsou náklady na úročený cizí kapitál,

p je sazba daně z příjmů,

D je úročený cizí kapitál,

R_e jsou náklady vlastního kapitálu,

E je vlastní kapitál.

Náklady kapitálu v sobě zahrnují tedy dvě složky

- náklady na vlastní kapitál,
- náklady na cizí kapitál.

3.1. Náklady na vlastní kapitál

Zde platí obecné pravidlo, že náklady na vlastní kapitál jsou pro firmu vyšší než náklady na kapitál cizí. Důvody jsou dva. Především riziko vlastníka vkládajícího prostředky do podniku je vyšší než riziko věřitele. Věřitel má zaručený pravidelný úrokový výnos bez ohledu na ziskovost dlužníka a tyto prostředky do podniku vkládá na přesně vymezenou dobu, za kterou se mu vrátí. Vlastník podniku vkládá prostředky na neomezenou dobu, jeho výnos není znám a závisí tudíž na hospodářské situaci podniku. Druhým důvodem jsou nákladové úroky, jež jsou daňově uznatelnými náklady.

Náklady na vlastní kapitál lze určit buď na bázi tržních přístupů anebo pomocí metod a modelů vycházející z účetních dat. Tyto metody a modely a jejich uplatňování závisí nejen na dostupnosti daných dat, ale také na tržních podmínkách, které jsou spjaty s vyspělostí finančních trhů.

Primární metody, které se používají pro odhad nákladů vlastního kapitálu, jsou

- *model CAPM* - model oceňování kapitálových aktiv,
- *model APM* - *arbitrážní model*,
- *dividendový růstový model*,
- *stavebnicové modely*.

Model oceňování kapitálových aktiv je typickým tržním modelem používaným ve vyspělých zemích. „Jedná se o rovnovážný model oceňování kapitálových aktiv, přičemž rovnováha je dána tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný.“⁴

Tento model vychází z členění dvojích rizik, a to na riziko specifické a na tržní riziko. *Tržní riziko (systematické)* v sobě zahrnuje riziko sociální, politické, vnitřní a vnější

⁴ DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.

riziko ekonomické. Toto riziko vyjadřuje citlivost na změny hospodářského cyklu, a právě proto jej nelze v rámci jedné země eliminovat. *Specifické riziko (jedinečné)* se váže ke konkrétnímu podniku a je možno jej vhodným portfoliem diverzifikovat.

Model oceňování kapitálových aktiv je založen na následujících základních předpokladech,

1. investoři ohodnocují svá portfolia podle jejich očekávané výnosnosti a směrodatné odchylky při horizontu jednoho období,
2. investoři preferují vyšší očekávanou výnosnost před menší výnosností portfolia,
3. existuje bezriziková sazba, která je stejná pro výpůjčky a zápůjčky,
4. daně a transakční náklady jsou nulové,
5. informace jsou volně a okamžitě dostupné všem investorům,
6. investoři mají homogenní očekávání.

Náklady vlastního kapitálu dle modelu CAPM vycházejí ze vzorce

$$R_e = R_f + \beta_e \cdot [R_m - R_f], \quad (3.2)$$

kde R_f je bezriziková úroková míra,

β_e je koeficient rizika nákladů vlastního kapitálu,

R_m je očekávaný výnos tržního portfolia,

$R_m - R_f$ je tržní rizikové prémie.

Arbitrážní model oceňování je alternativním modelem oceňování aktiv. Tento model patří mezi více-faktorové modely, jelikož se u tohoto modelu bere v úvahu více rizikových faktorů, které mohou být jak mikroekonomické (rentabilita, zadluženost, likvidita, velikost firmy), tak i makroekonomické (HDP, inflace). Náklady vlastního kapitálu dle modelu APM jsou dány vztahem

$$R_e = R_f + \sum_{j=1} \beta_{Ej} \cdot [R_j - R_f], \quad (3.3)$$

kde R_f je bezriziková úroková míra,

β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na j -tý faktor

R_j je očekávaný výnos j -tého faktoru.

Dividendový model vychází z určování tržní ceny akcie. Předpokladem je nekonečná držba akcie a konstantní výše dividendy. Tento vztah je dán vztahem

$$R_e = \frac{\text{dividenda}}{\text{tržní cena akcie}} \quad (3.4)$$

Předpokládáme-li, že hodnota dividendy v příštích letech poroste určitým tempem g , změní se vztah pro výpočet nákladů na vlastní kapitál na **Gordonův dividendový model** s konstantním růstem dividendy. Gordonův dividendový model je vyjádřen

$$R_e = \frac{\text{dividenda}}{\text{tržní cena akcie}} + g. \quad (3.5)$$

Stavebnicové modely staví na účetních datech a nevycházejí z tržních dat. Základní konstrukce těchto modelů stojí na určování rizikové přírážky. Stavebnicové modely zachycují specifická rizika v dané firmě. Obecně tato metoda zahrnuje riziko obchodní spojené s nejistotou ve výnosech, způsobenou především proměnlivostí prodeje a úrovní fixních provozních nákladů. Finanční riziko se projevuje prostřednictvím účinku finanční páky. Tyto modely se využívají v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky. V podmínkách České republiky existují dva stavebnicové modely

1. model ministerstva průmyslu a obchodu – *model Neumaierových*, který se stále vyvíjí,
2. model profesora Maříka pro oceňování podniku – *Maříkův model*.

Obecné schéma těchto metod je dáno vztahem pro výpočet průměrných nákladů kapitálu

$$WACC = R_f + R_{LA} + R_{fin.struktury} + R_{stab}, \quad (3.6)$$

kde R_f je bezriziková úroková míra,

R_{LA} je riziková přírážka za likviditu,

$R_{fin.struktury}$ je riziková přírážka za finanční strukturu,

R_{stab} je riziková přírážka za stabilitu.

Náklady vlastního kapitálu se vypočítají dle vztahu

$$R_e = \frac{WACC \cdot \frac{UZ}{A} - (1 - p) \cdot \frac{U}{BU + O} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (3.7)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje ($VK + BU + O$),

A jsou aktiva,

p je sazba daně z příjmů,

U jsou placené úroky,

BU jsou bankovní úvěry,

O jsou vydané obligace

VK je vlastní kapitál.

3.2. Náklady na cizí kapitál

Náklady na kapitál cizí jsou mnohem levnější než náklady vynaložené na kapitál vlastní. Tyto náklady tvoří především úroky nebo kupónové platby, které je zapotřebí zaplatit věřitelům. Úroky, úrokové míry, jsou dané situací na finančním trhu.

Náklady na kapitál cizí lze zjistit pomocí metody *průměrné úrokové míry* nebo pomocí *nákladů emitovaných obligací*.

Pokud firma působí v podmínkách rozvinutého kapitálového trhu, tak se náklady na cizí kapitál odvozují od tržních cen obligací. Náklady dluhu se určí jako vnitřní výnosové procento, tedy rovnají se takové úrokové míře, při které se tržní cena obligace rovná výnosům do splatnosti obligace. Tento vztah je vyjádřen vzorcem

$$P = \sum_{t=1}^T C_t \cdot (1 + R_d)^{-t} + NV \cdot (1 + R_d)^{-T}, \quad (3.8)$$

kde P je tržní cena obligace,

C_t je kupónová platba v čase t ,

NV je nominální hodnota v čase obligace,

t jsou jednotlivé léta doby splatnosti obligace,

T je doba splatnosti obligace,

R_d je požadovaná výnosnost do doby splatnosti v procentech.

Jestliže ale neexistuje rozvinutý trh s obligacemi, s jejich dostatečným množstvím a strukturou, tak se nejčastěji určují náklady dluhu jako vážený aritmetický průměr z úrokových sazeb cizího kapitálu dle rizika a splatnosti.

Náklady kapitálu získané formou dluhu se musí snížit o daňový štít, tedy o takovou úsporu z daně, která z použití cizího kapitálu plyne. Princip daňové štítu spočívá v placení nákladových úroků, které jsou daňově uznatelným nákladem a snižují tedy zisk, jako základ pro výpočet daně z příjmu. Obecně se vyjádří vztahem

$$R_d = i \cdot (1 - p), \quad (3.9)$$

přičemž i je úroková míra z dluhu a p je sazba daně.

Při větším portfoliu úvěrů se úroková míra počítá pomocí průměrné úrokové míry. Tento vztah je obecně vyjádřen

$$\text{průměrná úroková míra} = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav bankovních úvěrů}}. \quad (3.10)$$

3.3. Optimální kapitálová struktura

Kapitálová struktura informuje management podniku o druhu kapitálu, o jeho struktuře a o stabilitě podniku. Vykazuje, zda-li podnik využívá kapitál optimálně z pohledu zadluženosti firmy a vázanosti kapitálu. Ve finanční teorii i praxi existuje nepřeberná řada přístupů, jak lze definovat faktory, které ovlivňují náklady na kapitál. V zásadě můžeme rozlišit dva směry,

1. směr, který staví na *deterministických faktorech*, mezi které patří stupeň zadlužení,
2. směr, jenž je založen na vývoji kapitálové struktury, kterou ovlivňuje celá řada faktorů, které mohou do jisté míry působit protichůdně, a právě proto je velmi těžké tyto vztahy zobecnit.

Optimální kapitálovou strukturou, nebo-li optimální zadlužeností, se ve své teorii a praxi zabývali, a také ji popsali, autoři M. Miller a F. Modigliani. Vytvořili základní teorii, která je nazývána jako *MM model*. Oba autoři vychází z velmi zjednodušených

předpokladů, podle kterých pak formulují závislosti jednotlivých nákladů na kapitál společně se stupněm zadlužení podniku.

MM model prošel několika úpravami a v dnešní době existují tři verze modelu, které se liší výchozími předpoklady, *MM I.*, *MM II.* a *MM III.*

Model MM I. je základním modelem, z něhož se postupem času a při získávání dalších zkušeností a informací vyvinuly modely MM II. a MM III.

Výchozími předpoklady pro vznik MM I. modelu jsou

- existence efektivního kapitálového trhu,
- transakční náklady jsou zanedbány,
- žádný investor nemá vliv na cenu cenných papírů,
- informace jsou dostupné všem investorům,
- existence konstantní sazby dluhu,
- neexistence zdanění zisku,
- neexistence nákladů finanční tísně.

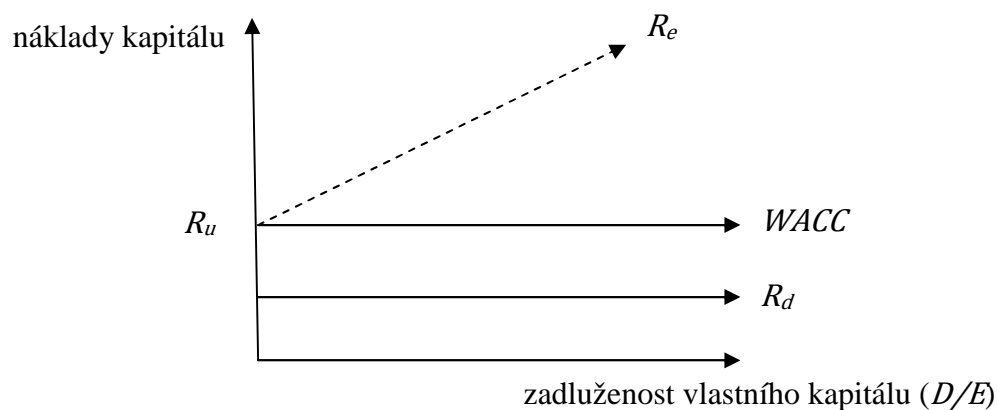
Průměrné náklady kapitálu jsou konstantní, a tedy platí $WACC = R_u$, kde R_u jsou náklady nezadlužené firmy a vypočítají se pomocí vzorce

$$R_u = \frac{EBIT}{A^U}, \quad (3.11)$$

kde A^U jsou celková aktiva nezadlužené firmy.

Schéma modelu MM I je znázorněno v následujícím obrázku.

Obr. 3.1 Vývoj nákladů kapitálu dle modelu MM I.



Z obrázku je patrné, že růst zadlužení nemá vliv na průměrné náklady na kapitál, které jsou konstantní. Průměrné náklady kapitálu ($WACC$) jsou tedy nezávislé na kapitálové struktuře podniku. Náklady vlastního kapitálu R_e rostou a náklady cizího kapitálu se nemění. Takovýto stav má za následek neexistenci optima.

Model MM II. vychází do jisté míry z předpokladů modelu MM I. Pouze s tím rozdílem, že se připouští existence platby daní a s nimi spojeného daňového štítu, který souvisí se zapojováním cizího kapitálu do financování. Vývoj průměrných nákladů kapitálu je dán vztahem

$$WACC = R_A = R_u \cdot \left[1 - \frac{D}{A} \cdot p \right], \quad (3.12)$$

kde D jsou dluhy,

A jsou celková aktiva,

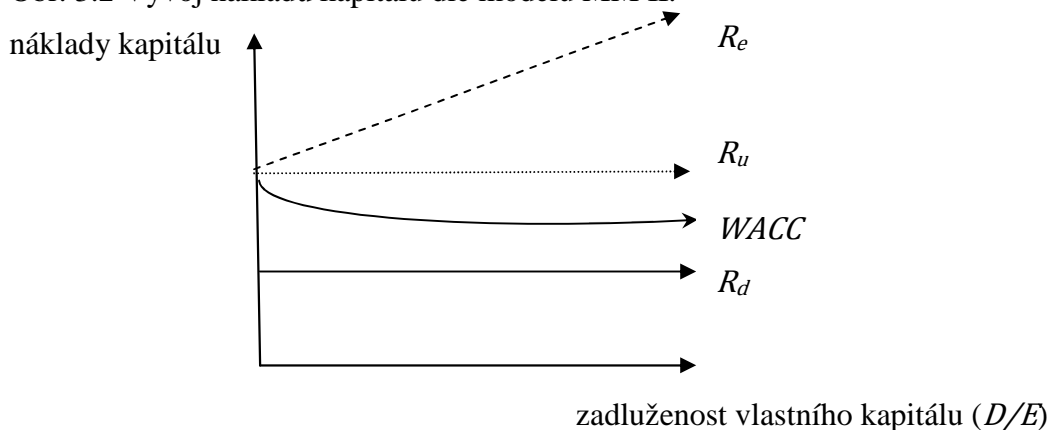
p je sazba daně z příjmů.

Náklady nezadlužené firmy se vypočítají podle následujícího vztahu

$$R_u = \frac{EBIT \cdot (1 - p)}{A^U}. \quad (3.13)$$

Model MM II. zobrazuje následující obrázek.

Obr. 3.2 Vývoj nákladů kapitálu dle modelu MM II.



Dle tvrzení MM II. má kapitálová struktura vliv na vývoj průměrných nákladů na celkový kapitál ($WACC$), a tedy ovlivňuje hodnotu firmy. Průměrné náklady na celkový kapitál v důsledku úrokového daňového štítu se stupněm zadlužení klesají, a tudíž tržní hodnota firmy roste. I když průměrné náklady kapitálu z počátku sice klesají, ale pak se dostávají na svou „konstantní výši“. Není tedy ani zde dosahováno minima a neexistuje

zde optimální stupeň zadlužení, jelikož by podle MM II. bylo výhodné co největší zadlužení a to v reálu není možné.

MM III. vychází z předpokladů modelu MM II., ale navíc zohledňuje finanční riziko. S růstem zadlužení finanční riziko roste a vznikají již zmiňované náklady finanční tísně. Tyto náklady mají dvojí podobu

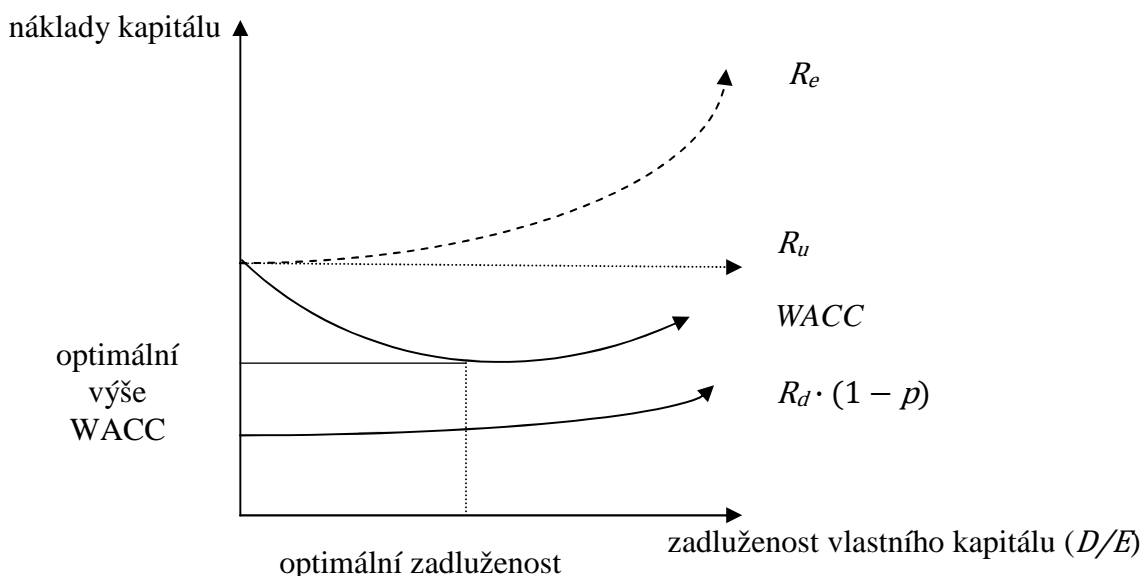
- náklady bankrotu,
- náklady agenturní.

Náklady bankrotu souvisí s vysokým stupněm zadlužení. Tyto náklady ještě dělíme na náklady přímé a nepřímé. *Přímé náklady* souvisí s úpadkem, jsou to náklady spojené s vymáháním pohledávek, s právními službami, soudními poplatky. *Nepřímé náklady* mají za následek dopady potíží. Věřitelé stupňují svůj tlak na splácení našich pohledávek, banky mohou zpřísnit podmínky čerpání úvěru.

Náklady agenturní (zastoupené) vycházejí ze vztahu manažerů, vlastníků a věřitelů. Věřitelé tlačí na splácení svých dluhů, vlastníci mají snahu ovlivnit zisk. Vlastníci preferují zisk pro firmu a manažeři mohou preferovat své osobní zájmy, které nemusí být vždy totožné se zájmy firmy.

Vývoj nákladů kapitálu a optimální zadluženost je zobrazena v následujícím obrázku.

Obr. 3.3 Vývoj nákladů kapitálu dle MM III.



Z grafu je patrné, že náklady na vlastní kapitál R_e a náklady na cizí kapitál R_d mají exponenciální průběh a vývoj průměrných nákladů kapitálu ($WACC$) má tvar křivky „U“, tudíž tady existuje optimální stupeň zadlužení, který odpovídá minimálním nákladům kapitálu. Od tohoto stupně zadlužení průměrné náklady kapitálu rostou v důsledku dopadu nákladů finanční tísně.

Určit optimální výši zadlužení a optimální strukturu dluhů je v praxi velmi obtížné. Můžeme ale odvodit obecně platnou zásadu, kterou popsali Sedláček (2007). „Dluh je účelné zvýšit, když vyšší zadluženost zvyšuje majetek vlastníků. O cizím kapitálu pak všeobecně platí: Vypůjčené peníze pomáhají víc vydělat. Vyšší podíl cizího kapitálu proto zvyšuje tržní cenu akcií. Je-li jich však vypůjčeno příliš, zvyšuje se finanční riziko a narušuje se celková finanční stabilita firmy a náklady na cizí kapitál začnou růst. Vysoký podíl úroků na zisku začne snižovat tržní cenu akcií. Optimalizace finanční struktury podniku tedy spočívá ve vzájemném vyrovnaní faktorů výnosnosti a rizika tak, aby se dosahovalo maximální tržní ceny akcií.“

3.4. Proces optimalizace kapitálové struktury

Optimální kapitálovou strukturou je chápáno takové složení kapitálu, při které jsou průměrné náklady na kapitál ($WACC$) co nejnižší.

Abychom našli optimální hodnotu zadlužení, je nutné provést proces optimalizace. Jedná se o vyčíslení optimální výše průměrných nákladů kapitálu a určení optimální zadluženosti.

Prvním krokem zjištění optimální kapitálové struktury je nalezení funkčního vztahu pro $WACC$ pomocí funkce $f(x)$, kde x je rovnice regrese. Druhým krokem je nalezení minima funkce pomocí derivace $\frac{df(x)}{dx}$. Tuto derivovanou funkci pak položíme rovno 0 a vyjádříme proměnnou x , tedy optimální zadluženost.

Vrcholový management by se měl dále při svém rozhodování ohledně optimální zadluženosti řídit ustálenými (bilančními) pravidly financování. Jsou to doporučení, kterými by se měl management firmy řídit ve financování firmy s cílem dosažení dlouhodobé finanční rovnováhy a stability. Mezi nejznámější bilanční pravidla patří⁵

- „*zlaté pravidlo financování*, podle něhož by zdroje krytí jednotlivých složek majetku měly být v podniku k dispozici minimálně v době, po kterou je příslušný majetek v podniku vázán“⁶;
- *zlaté pravidlo vyrovnaní rizika* nám říká, že vlastní zdroje by pokud možno neměly převyšovat zdroje cizí a v krajním případě by se tyto zdroje měly rovnat;
- *zlaté pari pravidlo*, jež sleduje vztah mezi dlouhodobými aktivy a vlastním kapitálem a doporučuje, aby dlouhodobá aktiva byla téměř vždy financována vlastními zdroji;
- *zlaté poměrové pravidlo*, se vyznačuje tempem růstu investic a tržeb. V zájmu udržení dlouhodobé finanční rovnováhy by nemělo, v krátkém časovém horizontu, tempo růstu investic převyšovat tempo růstu tržeb.

Vytváření optimální kapitálové struktury není krátkodobou záležitostí a výsledky, kterých firma dosáhne při snížení nákladů na kapitál, budou patrné až v budoucím období. Potřeba optimální kapitálové struktury je ale pro každou firmu nezastupitelným „ukazatelem“, který napoví mnohé o stabilitě firmy a potenciálu řídicích pracovníků.

⁵ Tato pravidla jsou obvyklá zvláště v německy mluvících zemích. A však objevují se i v řízení českého managementu.

⁶ SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: COMPUTER PRESS, a.s., 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.

4. ANALÝZA ZADLUŽENOSTI MSA, a.s.

Tato kapitola se zabývá analýzou zadluženosti společnosti MSA, a.s. Jednotlivé podkapitoly obsahují vždy určitou oblast technické analýzy a stanovení optimální kapitálové struktury.

Analýza zadluženosti tohoto podniku je provedena na základě vertikální analýzy, kde se posuzují jednotlivé části pasiv na celkové kapitálové struktuře a jejich vývoj v následujících letech.

Poměrová analýza je zaměřena na celkovou zadluženost, úrokové krytí, dlouhodobou zadluženost, běžnou zadluženost, úvěrovou zadluženost a dobu návratnosti úvěru. Ukazatelé jsou srovnáni v čase a jejich vývoj je graficky zobrazen.

V poslední části analýzy zadluženosti společnosti MSA, a.s. je provedeno stanovení nákladů kapitálu a zjištění optimální kapitálové struktury.

4.1. Představení společnosti MSA, a.s.

MSA a.s. je společnost s dlouholetou tradicí. Její historie sahá k 90. létům 19. století, kdy se na trhu poprvé objevila jako firma na zpracování dřeva a kulatiny. Postupem času měnila nejen svůj předmět činnosti, ale také svůj název. Do podvědomí lidí se zapsala jako firma na výrobu průmyslových armatur a čerpadel, i když v dnešní době již od výroby čerpadel upustila a zabývá se jen produkcí armatur.

MSA, a.s. vyrábí a dodává průmyslové armatury vlastní konstrukce, které jsou vyráběny podle mezinárodně uznávaných standardů technických norem. V současnosti se firma zabývá výrobou 3 produktových segmentů

1. šoupátka, ventily, zpětné klapky, uzavírací klapky,
2. kulové kohouty,
3. desková šoupátka.

Každý z těchto segmentů má vlastní využití. Produkty této firmy nacházejí uplatnění v odvětvích přepravy a zpracování ropy; přepravy, distribuce a zpracování plynu; chemického průmyslu; jaderné i klasické energetiky, teplárenství a tepelných sítí.

O produkty této firmy mají zájem odběratelé ze všech koutů světa. MSA a.s. dodává své výrobky nejen na český trh, ale má také významné odběratele v Americe, Rusku, Turecku, Jižní Korei, Indii, Číně, Spojených Arabských Emirátech, Pákistánu a v dalších zemích.

Mezi její největší konkurenty na českém trhu patří Armatury Group a.s., Arako s.r.o. a Armaturka Krnov a.s. I na zahraničním trhu se společnost potýká s konkurencí, mezi významné konkurenty patří Grove (Itálie), Audko (Německo), Cameron (Francie), Penar (Itálie) a Tormene (Itálie).

Aby byla zajištěna plynulá výroba je také nutná dobrá spolupráce s dodavateli, mezi ty nejvýznamější se řadí Auma servopohony, Ringmill, Sider Forde, Forgerossi, Gasket, Asfo a další zahraniční firmy. Z českých dodavatelů MSA a.s. odebírá materiál na svoji výrobu z firem ZPA Pečky, Žďas a.s., Roučka slévárna a.s. a jiné.

4.2. Analýza zadluženosti

Jelikož společnost MSA a.s. je podnikem se specifickou produkcí, která v sobě zahrnuje neustálé zdokonalování, jež vede k pořizování nových výrobních zařízení či další kvalifikaci pracovníků nebo také přináší nové náklady, které je nutno vynaložit na uvedení nové výroby, zvyšuje se potřeba získání finančních prostředků od komerčních bank a dochází tím i k růstu zadluženosti.

Analýza zadluženosti je provedena pomocí *vertikální analýzy* a *poměrové analýzy* zadluženosti.

Obě tyto analýzy mají dle svých možností určitou vypovídací schopnost, čím více informací je možno získat provedením těchto analýz, tím efektivněji se může vedení společnosti rozhodnout v případě dalšího postupu. Vypočtené ukazatele je vhodné také porovnat se stejnými ukazateli podobných firem v tomtéž odvětví. Po té bude rozhodování řídících pracovníků co nejefektivnější.

4.2.1. Vertikální analýza

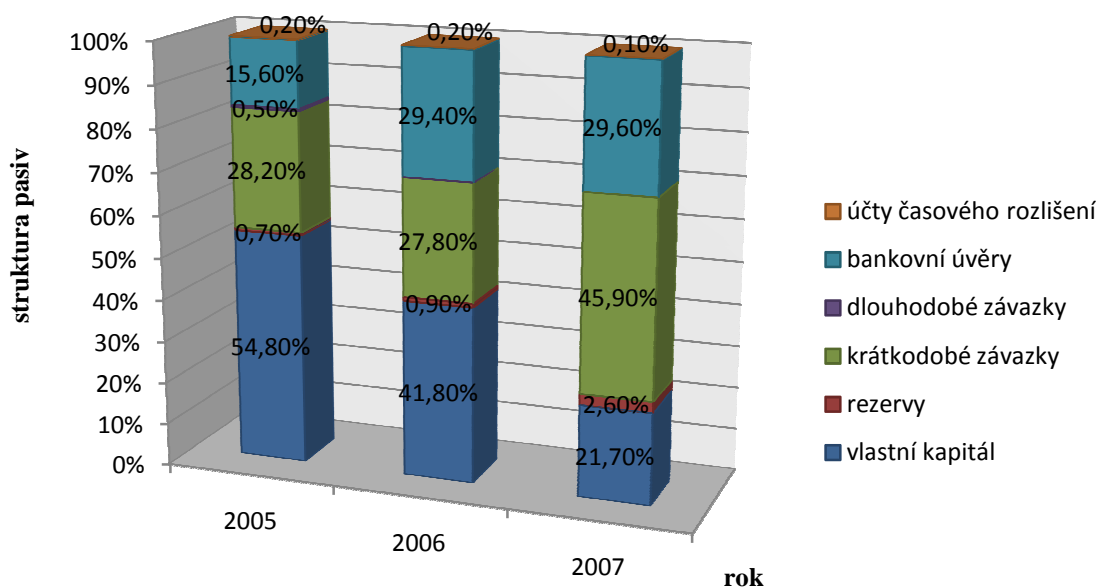
Základnou pro tuto analýzu byla zvolena průměrná hodnota pasiv, která se vypočítá jako $(\text{počáteční stav} + \text{konečný stav})/2$. Hodnoty porovnávaných položek vychází také z průměrných stavů, které se vypočítají taktéž podle předešlého obecného vyjádření.

Pro jednotlivá léta budou poměrově vyjádřeny položky vlastního kapitálu, rezervy, dlouhodobých závazků, krátkodobých závazků, bankovních úvěrů a účtů časového rozlišení.

Tab. 4.1 Vertikální analýza

	2005	2006	2007
Vlastní kapitál	54,80%	41,80%	21,70%
Rezervy	0,70%	0,90%	2,60%
Krátkodobé závazky	28,20%	27,80%	45,90%
Dlouhodobé závazky	0,50%	0,00%	0,00%
Bankovní úvěry	15,60%	29,40%	29,60%
Účty časového rozlišení	0,20%	0,20%	0,10%

Obr. 4.1 Vertikální analýza



Z grafu je patrný různorodý vývoj jednotlivých sledovaných položek. Nejnižší hodnotu mají v průběhu sledovaných let dlouhodobé závazky, rezervy a účty časového rozlišení. Jejich výše jsou téměř zanedbatelné.

S růstem pasiv se ale ostatní položky vyvíjejí různě. Vlastní kapitál se v prvních dvou sledovaných letech drží téměř na stejné procentní úrovni, což je dáno minimální změnou v jeho struktuře. Rok 2007 však přinesl výrazný pokles této položky, který byl dán vysokou zápornou hodnotou oceňovacích rozdílů z přecenění při přeměnách,⁷ která měla za následek již zmiňovaný pokles vlastního kapitálu.

Bankovní úvěry, jež v sobě zahrnují nejen krátkodobé úvěry ale také dlouhodobé, se v roce 2006 rapidně zvýšily, a to o více než 100%. Tato skutečnost se projevila na celkové struktuře pasiv a stala se druhou nejvyšší položkou, která pasiva ovlivnila. Rok 2007 taktéž přinesl zvýšení hodnoty bankovních úvěrů, a to o téměř 25 %. Toto zvýšení však nebylo tak razantní, a tudíž se na vývoji této položky podepsalo jen velmi malým procentním rozdílem oproti roku 2006.

Největším vývojem a růstem se kromě vlastního kapitálu projevíly krátkodobé závazky. Tyto závazky se v prvních dvou letech držely na téměř vyrovnané úrovni. A však v roce 2007 jejich výše prudce stoupla a tvořila téměř polovinu celkových pasiv. Tento nárůst byl způsoben položkou závazky - ovládající a řídící osoba, které se v minulých letech nevyskytovaly.

Souhrnně lze říci, že největším procentním podílem a největším nárůstem se na struktuře pasiv projevíly krátkodobé závazky a bankovní úvěry. Největší pokles byl zaznamenán u položky vlastního kapitálu, která se oproti prvnímu sledovanému období v souvislosti s posledním sledovaným obdobím snížila o více než jednu polovinu.

4.2.2. Poměrová analýza

Pro provedení analýzy zadluženosti jsou použity z poměrové analýzy ukazatele finanční závislosti (zadluženosti). Hodnoty použité pro jednotlivé výpočty taktéž vycházejí z průměrných stavů jednotlivých let.

⁷ K této skutečnosti došlo v 2. polovině roku 2007 z důvodu fúze MSA, a.s. s MSA Holding, a.s. a ASM Holding, a.s.

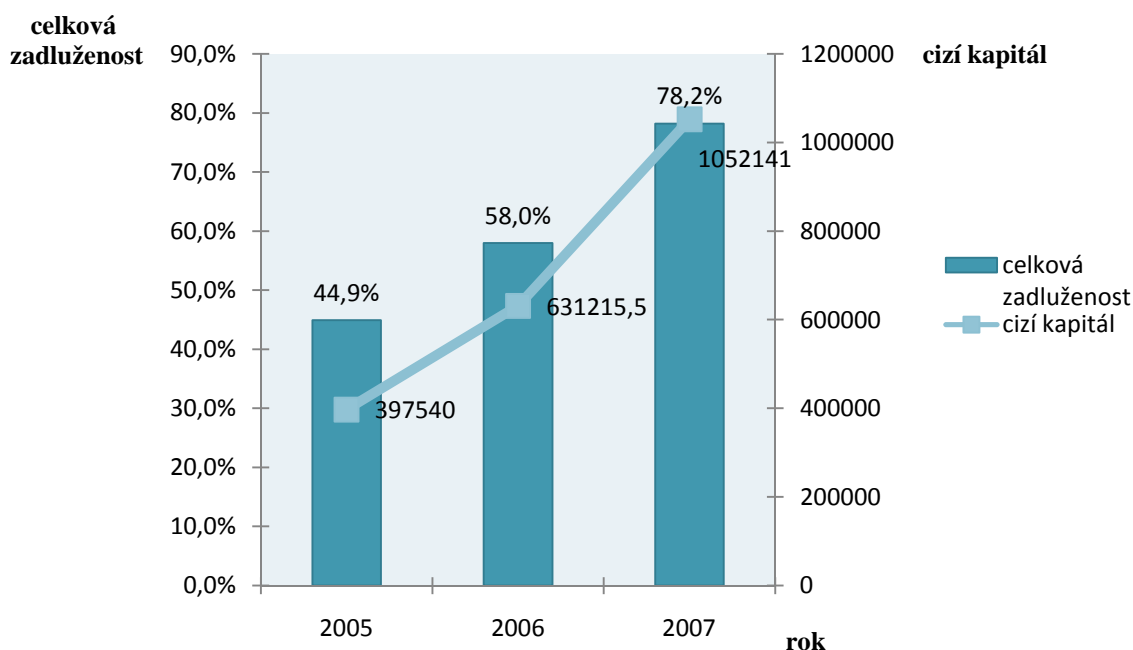
Analýza zadluženosti společnosti MSA, a.s. je provedena dle vzorců celkové zadluženosti, kvóty vlastního kapitálu, koeficientu zadluženosti, úrokového krytí, úrokového zatížení, dlouhodobé zadluženosti, běžné zadluženosti, úvěrové zadluženosti a doby návratnosti úvěru.

Celková zadluženost nebo také koeficient napjatosti či dluh na aktiva vychází z hodnot cizího kapitálu a celkových aktiv. Jeho vztah je dán vzorcem (2.19), ze kterého vyplývá poměr sledovaných položek.

Tab. 4.2 Celková zadluženost

	2005	2006	2007
Celková zadluženost	44,9%	58,0%	78,2%

Obr. 4.2 Celková zadluženost



Vývoj celkové zadluženosti je v průběhu let rostoucí, tento trend je dán růstem cizího kapitálu, který se pro každý rok zvýšil o více než 50%. Nejvýznamnější položkou, která tvořila cizí kapitál v roce 2006 a jež měla za následek ono zvýšení, byly krátkodobé závazky. V roce 2007 tuto položku nahradily bankovní úvěry. Z grafu je patrný vyšší nárůst ukazatele v posledním sledovaném období, oproti předchozímu meziročnímu

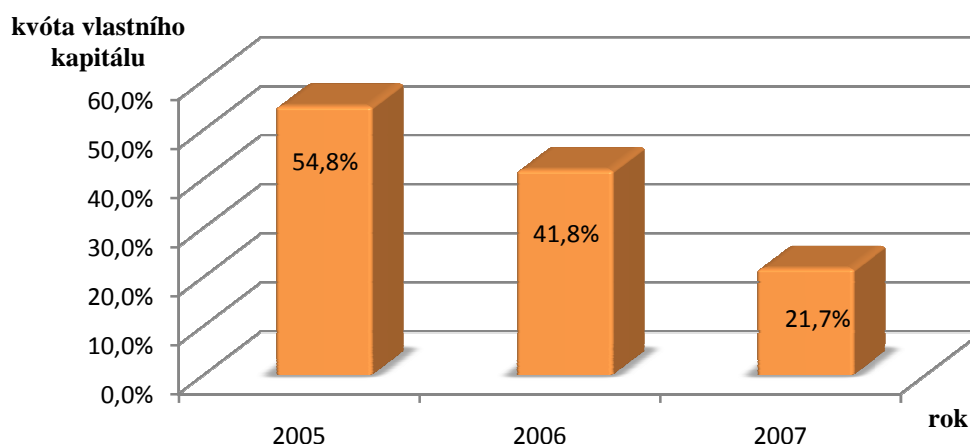
nárůstu a jeho vysoký podíl celkové zadluženosti, který znamená vyšší věřitelské riziko pro investory.

Kvóta vlastního kapitálu představuje doplněk k ukazateli celková zadluženost. Výpočet tohoto ukazatele (2.20) je dán vztahem vlastního kapitálu a celkových aktiv a vyjadřuje finanční nezávislost.

Tab. 4.3 Kvóta vlastního kapitálu

	2005	2006	2007
Kvóta vlastní kapitálu	54,8%	41,8%	21,7%

Obr. 4.3 Kvóta vlastního kapitálu



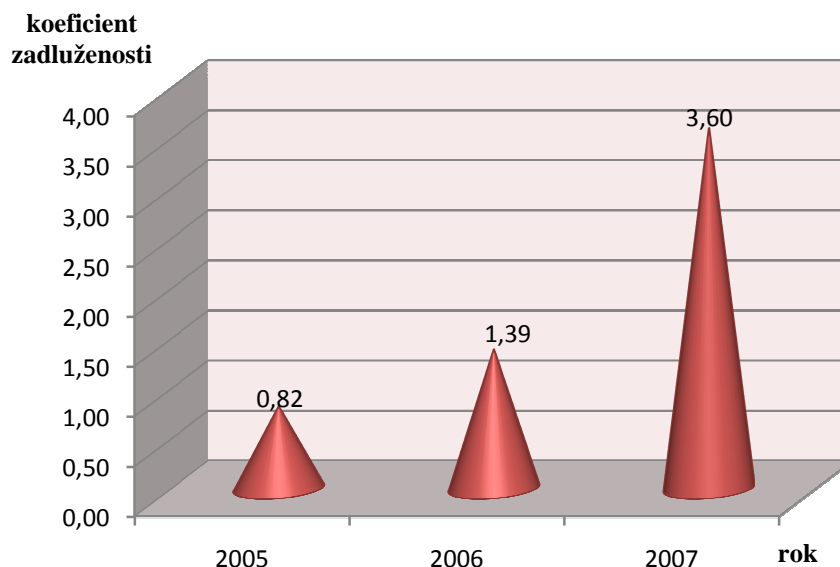
Z grafu je patrný vývoj tohoto ukazatele v průběhu sledovaných období. Vysoká míra finanční nezávislosti souvisí s nízkou mírou celkové zadluženosti. Vysoký podíl vlastního kapitálu tuto kvótu zvyšuje a celkovou zadluženost snižuje. V letech 2005 a 2006 je tento ukazatel na celkem vysoké úrovni, což má za následek vyšší finanční nezávislost oproti roku 2007. Důvodem nízké míry tohoto ukazatele je malá hodnota vlastního kapitálu, které oproti předchozím sledovaným obdobím klesla o více než 35%. Nízká míra kvóty vlastního kapitálu naznačuje nízkou míru finanční nezávislosti.

Koeficient zadluženosti je dalším ukazatelem vhodným pro měření zadluženosti. Poměruje hodnoty cizího kapitálu a vlastního kapitálu, což je dáno vztahem (2.21).

Tab. 4.4 Koeficient zadluženosti

	2005	2006	2007
Koeficient zadluženosti	0,82	1,39	3,60

Obr. 4.4 Koeficient zadluženosti



Z obrázku je patrné, že koeficient zadluženosti roste exponenciálně. Rok 2005 a 2006 byl ve znamení nízké hodnoty tohoto ukazatele, což signalizuje nižší míru zadluženosti. Velikost tohoto koeficientu ovlivnila v prvních dvou sledovaných obdobích výše cizího kapitálu. Nárůst hodnoty ukazatele v roce 2007 měly za následek obě veličiny. Vysoká míra cizích zdrojů a nízká míra vlastních znamenala růst hodnoty koeficientu oproti předchozímu období, a to o více než 200%. Hlavním důvodem sice nebylo zvýšení cizího kapitálu, jelikož se dal předpokládat jeho růst, ale snížení hodnoty vlastního kapitálu o více než 30%.

Úrokové krytí nám podává informace o výši zisku a jeho schopnosti pokrýt nákladové úroky. Výpočet je dán vztahem (2.22), který poměruje provozní zisk⁸ a nákladové úroky.⁹

⁸ Pro výpočet úrokového krytí se používá EBIT, pro vyčíslení této hodnoty byl však použit jen provozní zisk.

⁹ Je vhodné pro výpočet tohoto ukazatele připočíst k úrokům také leasingové splátky. Z důvodu malého množství informací o této položce, nemohly být tyto splátky, pro výpočet ukazatele, do jmenovatele zahrnuty.

Tab. 4.5 Úrokové krytí

	2005	2006	2007
Úrokové krytí	3,76	1,37	2,58

Obr. 4.5 Graf úrokového krytí



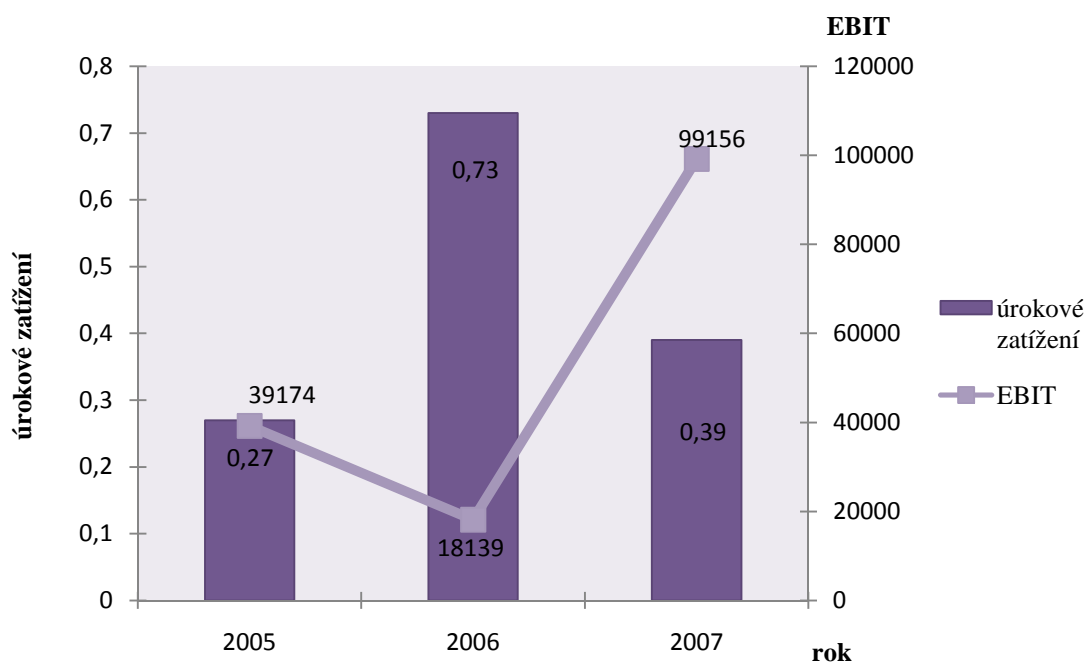
Vývoj tohoto ukazatele je z grafu velmi patrný. Během všech tří sledovaných let byla firma schopna nejen pokrýt placené úroky, ale také ji část zisku zbyla. Nejnižší hodnoty dosáhla v roce 2006. Důvodem nízké míry tohoto ukazatele byl nízký provozní zisk, který poklesl oproti roku 2005 o více než 50%. I když byl rok 2007 ve znamení vysokého provozního zisku, hodnota nákladových úroků se oproti roku 2006 zvýšila třikrát a oproti roku 2005 téměř čtyřikrát. Úrokové krytí se sice v posledním roce zvýšilo, ale hodnoty z roku 2005 nedosáhlo, vlivem vysoké částky placených úroků. Trend tohoto ukazatele by měl být sice rostoucí, ale pro firmu je vždy dobrá hodnota, která je vyšší než 1.

Úrokové zatížení je opakem úrokového krytí (2.23) a udává nám tu část ze zisku, kterou odčerpávají úroky.

Tab. 4.6 Úrokové zatížení

	2005	2006	2007
Úrokové zatížení	0,27	0,73	0,39

Obr. 4 6 Úrokové zatížení



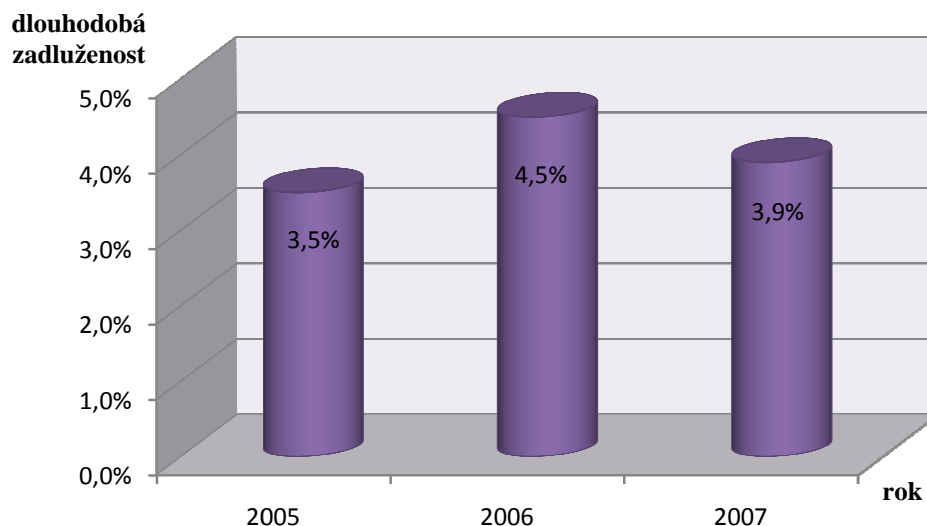
Z grafu je patrný vývoj úrokového zatížení. Nejnižší hodnoty je dosaženo v roce 2005 a důvodem je nízká hodnota placených úroků. Rok 2006 znamenal rapidní nárůst ukazatele, a to o téměř 300%. Důvodem tohoto nárůstu bylo sice zvýšení částky placených úroků, ale ta neměla tak podstatný vliv jako pokles provozního zisku, který poklesl o více než jednu polovinu. V posledním sledovaném období tato hodnota ukazatele klesla téměř o 36 %. Důvodem byla vysoká částka provozního zisku, jež se zvýšila třikrát. Pro firmu jsou příznivé nízké hodnoty tohoto ukazatele. Trend tohoto ukazatele by měl být klesající, čehož nebylo v těchto sledovaných obdobích bezpečně dosaženo.

Dlouhodobá zadluženost poměřuje hodnoty dlouhodobého cizího kapitálu a celkových aktiv. Tento vztah je dán vzorcem (2.24) jež vypovídá o financování firmy.

Tab. 4.7 Dlouhodobá zadluženost

	2005	2006	2007
Dlouhodobá zadluženost	3,5%	4,5%	3,9%

Obr. 4.7 Dlouhodobá zadluženost



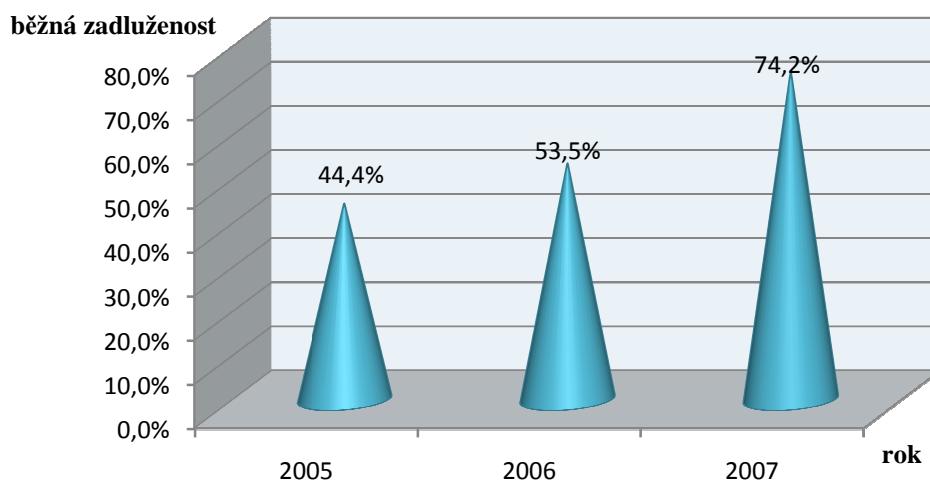
Důvodem nízkých hodnot těchto ukazatelů jsou malé částky dlouhodobých závazků, jež se v posledním roce neobjevily vůbec. Nárůst celkových aktiv tak vyrovnává růst rezerv a dlouhodobých úvěrů, a tím se dosahuje nízké hodnoty tohoto ukazatele. Vývoj dlouhodobé zadluženosti vypovídá o malém množství aktiv, která jsou financována dlouhodobými zdroji.

Běžná zadluženost naopak od dlouhodobé zadluženosti poměruje krátkodobý cizí kapitál s celkovými aktivy (2.25).

Tab. 4.8 Běžná zadluženost

	2005	2006	2007
Běžná zadluženost	41,4%	53,5%	74,2%

Obr. 4.8 Běžná zadluženost



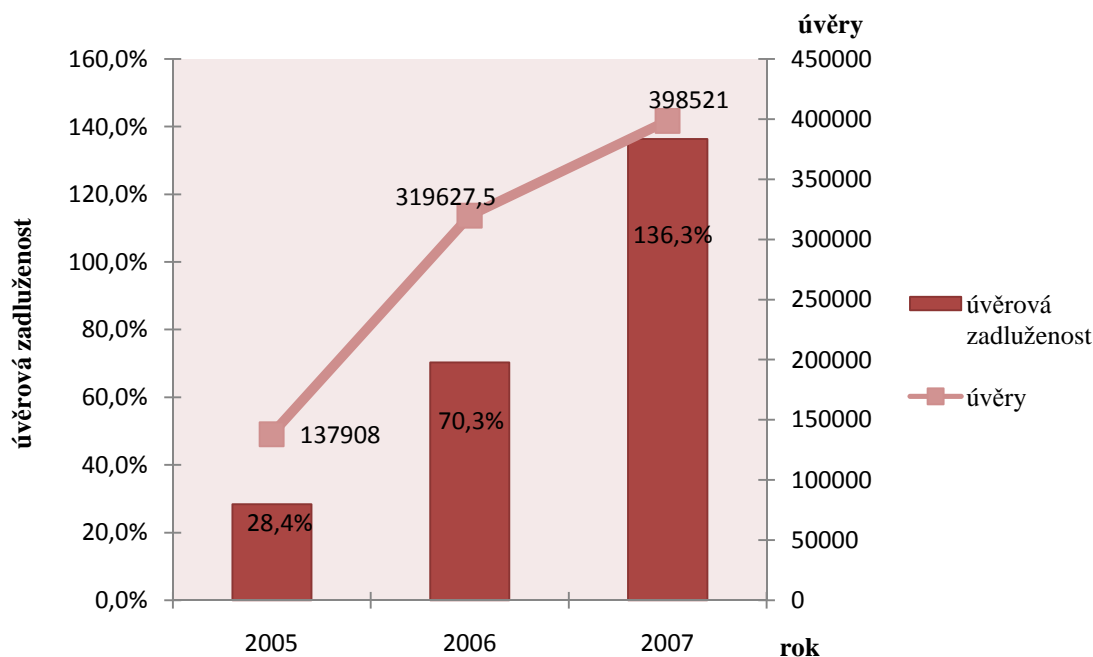
Rostoucí vývoj běžné zadluženosti znamená vyšší podíl krátkodobého cizího kapitálu, který je používán pro financování aktiv. Tento růst je ve všech sledovaných obdobích způsoben růstem krátkodobých závazků a krátkodobých bankovních úvěrů. Růst tohoto ukazatele v roce 2006 byl způsoben vyšší hodnotou krátkodobých úvěrů, které se zvýšily téměř o 150%. Krátkodobé závazky oproti roku 2005 také vzrostly, ale jen o více než 17%. Největší nárůst krátkodobých závazků byl zaznamenán v roce 2007, a to o více než 100%. Krátkodobé úvěry sice v tomto roce také vzrostly ale jen o cca 26%. Rok 2007 byl ve znamení vysoké běžné zadluženosti, jelikož se krátkodobý cizí kapitál podílel téměř 75% na financování aktiv.

Úvěrová zadluženost poměřuje hodnotu úvěrů, které podniky často používají pro financování svých potřeb a vlastního kapitálu. Hodnota se vypočítá dle vzorce (2.26) a v průběhu let by měla být stabilní.

Tab. 4.9 Úvěrová zadluženost

	2005	2006	2007
Úvěrová zadluženost	28,4%	70,3%	136,3 %

Obr. 4.9 Úvěrová zadluženost



I když by měl být tento ukazatel v průběhu let stabilní, z grafu je patrný jeho rostoucí vývoj. Vysoká hodnota v posledních dvou letech je dána vysokou částkou úvěrů. V roce 2006 se bankovní úvěry zvýšily oproti roku 2005 o více než 100%, a to způsobilo nárůst sledovaného ukazatele. Rok 2007 znamenal pro firmu obrovský nárůst této zadluženosti a byl způsoben nárůstem úvěrů a snížením vlastního kapitálu v důsledku záporné hodnoty oceňovacích rozdílů z přecenění při přeměnách. Toto přecenění způsobilo pokles vlastního kapitálu o téměř jednu polovinu, což mělo za následek vyšší hodnotu čitatele oproti jmenovateli, a tedy úvěrovou zadluženost vyšší než 100%.

Doba návratnosti úvěru je dána vztahem (2.27), který poměruje úvěry a čistý zisk¹⁰ navýšený o odpisy. Pro efektivní financování je dobré, aby tato doba byla co nejnižší.

¹⁰ Čistý zisk za rok 2007 je vypočítán jako: výsledek hospodaření před zdaněním - splatná daň za běžnou činnost. Vracená daňová pohledávka v roce 2007 nebyla pro účely správného zjištění čistého zisku k VH před zdaněním přičtena.

Tab. 4.10 Doba návratnosti úvěru

	2005	2006	2007
Doba návratnosti úvěru	1 rok a 173 dní	6 let a 327 dní	3 roky a 107 dní

Tabulka nám vykazuje kolik let je potřebných ke splácení úvěrů. Pro firmu je výhodné, aby tato doba byla z důvodu možnosti získání dalšího úvěru od komerční banky co nejkratší. Vysoká hodnota tohoto ukazatele v roce 2006 je způsobena vysokou částkou úvěrů. Její pokles v roce 2007 je dán vyšší hodnotou čistého zisku a odpisů, i když byl zaznamenán nárůst položky bankovních úvěrů.

4.3. Optimální zadlužení

Optimální zadluženost je vypočítána pro rok 2007 dle vzorce (3.12). Tabulka nám ukazuje, jaké jsou průměrné náklady kapitálu (*WACC*) při skutečné zadluženosti (v roce 2007) 78,20%, dále pak jaké jsou *WACC* při zadluženosti 40% a při nulové zadluženosti. Náklady kapitálu (*WACC*) byly vypočteny dle stavebnicového modelu MPO (ministerstvo průmyslu a obchodu).¹¹

Další sloupeček vykazuje, zda je počítáno s náklady finanční tísně a jaká je předpokládaná velikost těchto nákladů. Poslední sloupeček tabulky udává předpokládanou hodnotu *WACC* navýšenou o již zmiňované náklady finanční tísně. Předpokládaná hodnota *WACC* a celková zadluženost jsou pak znázorněny graficky, kde pomocí křivky jsou spojeny všechny tři body průměrných nákladů kapitálu a je znázorněn vývoj *WACC*.

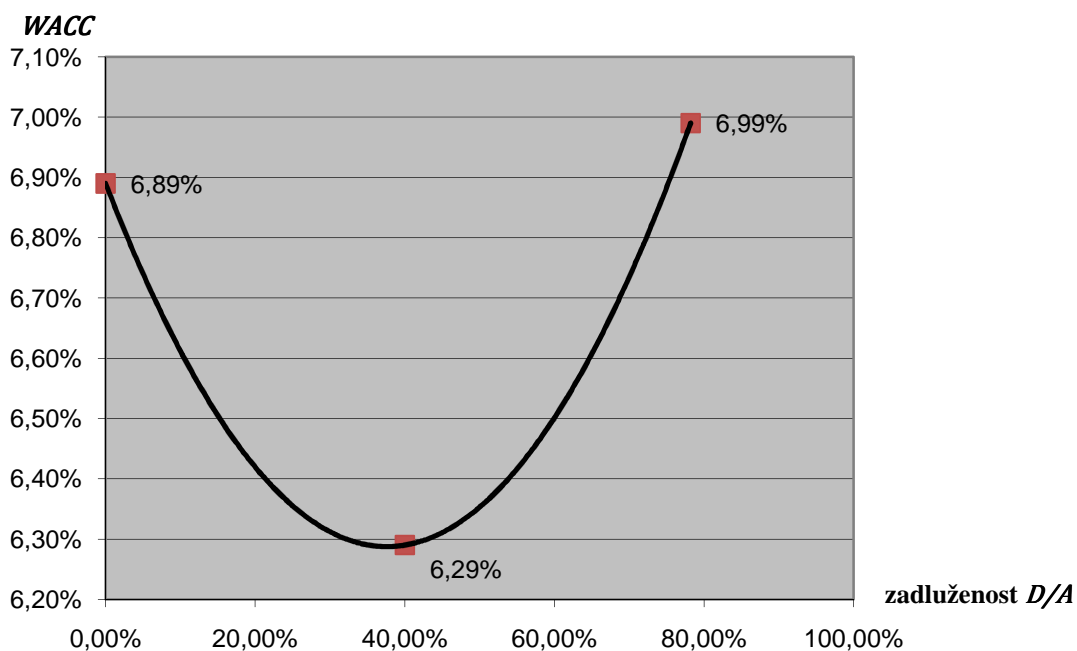
Optimální zadluženost je vyjádřena pomocí rovnice regrese, jež je ve tvaru $y = 0,0426x^2 - 0,032x + 0,0689$. Z této rovnice regrese byla provedena derivace dle x , dále byla výsledná zderivovaná rovnice položena rovna 0 a byla vyjádřena hodnota x . Z vyjádřené hodnoty x byla zjištěna optimální zadluženost, která je na úrovni **37,56%**.

¹¹ www.mpo.cz

Tab. 4.11 Vývoj WACC při dané hodnotě zadlužení

Celková zadluženost	Předpokládaný vývoj WACC	Náklady finanční tísně	Předpokládaná hodnota WACC¹²
0,00%	6,89%	0,00%	6,89%
40,00%	6,29%	0,00%	6,29%
78,20%	6,53%	7,00%	6,99%

Obr.4.10 Vývoj WACC při dané hodnotě zadlužení



Z obrázku je patrné, že náklady kapitálu *WACC* s růstem zadluženosti klesají, ale až do určitého bodu. Od tohoto bodu je počítáno s náklady finanční tísně a s rostoucí zadlužeností náklady kapitálu *WACC* mají rostoucí charakter, a tím je dosaženo výsledného tvaru křivky „U“.

Hodnota optimální zadluženosti je **37,56%**, což by při dané výši aktiv v roce 2007 znamenalo snížit hodnotu cizího kapitálu o téměř jednu polovinu na částku **Kč 505 619 000,-**.

¹² Zde byly průměrné náklady navýšeny o náklady finanční tísně.

5. ZÁVĚR

Cílem analýz bylo zhodnotit zadluženost společnosti MSA, a.s. a najít optimální velikost zadlužení.

Ze všech vypočtených ukazatelů je patrný různorodý vývoj zadluženosti. Rok 2007 byl ve znamení fúze MSA, a.s. s MSA Holding a.s. a ASM Holding a.s., kdy všechny firmy přešly pod jeden název MSA, a.s. Tato skutečnost znamenala výrazný pokles položky vlastního kapitálu z důvodu záporné částky v položce oceňovacích rozdílů z přecenění při přeměnách a vše se také odrazilo v zadluženosti firmy.

Rok 2005 byl pro firmu vcelku úspěšný. Všechny výsledky provedených analýz byly velmi uspokojivé, což mělo za následek nejnižší zadluženost vůči ostatním sledovaným obdobím. Lze říci, že tento rok byl pro firmu z hlediska analyzování míry zadluženosti velmi dobrý. Celková zadluženost byla nižší než 50%, úrokové krytí dosáhlo hodnoty 3,76 a úvěrová zadluženost se ocitla na 28%.

Vývoj v roce 2006 byl poznamenán rostoucí zadlužeností. Avšak lze říci, že i zde bylo dosahováno velmi dobrých výsledků. Celková zadluženost firmy se zvýšila a její hodnota se přehoupla přes hranici 50%. Velký propad zaznamenal ukazatel úrokového krytí, jež se z důvodu malého provozního zisku přiblížil k hodnotě ukazatele 1. To se také odrazilo v hodnotě ukazatele úrokového zatížení a znamenalo to razantní nárůst oproti celkem poklidnému trendu růstu této hodnoty. Posledním ukazatelem, ve kterém se také objevila velká odchylka vůči předchozímu sledovanému období, je doba návratnosti úvěru, kdy by banky musely čekat na návratnost úvěru téměř 7 let. Důvodem vysoké hodnoty tohoto ukazatele byla nízká míra čistého zisku.

Rok 2007 byl ve znamení velkých změn v majetkové struktuře firmy a vše se odrazilo v zadluženosti společnosti. Skokový nárůst některých hodnot ukazatelů signalizoval, že něco není v pořádku. Celková zadluženost se přiblížila k 80% a koeficient zadluženosti se zvýšil téměř třikrát oproti předešlému sledovanému období. Veškerou změnu těchto ukazatelů měla za následek nízká hodnota vlastního kapitálu a vysoká částka cizích zdrojů. Úrokové krytí a zatížení dosahovalo uspokojivých hodnot. Obrovský nárůst byl pak opět zjištěn u ukazatele běžné zadluženosti. Úvěrová zadluženost se stala

ukazatelem, který nabyl vysoké hodnoty, jež přesáhla hranici 100%, což bylo způsobeno vysokou mírou úvěrů a nízkou hodnotou vlastního kapitálu.

Souhrnně lze říci, že společnost MSA, a.s. dosahovala v prvních dvou sledovaných obdobích velmi dobrých výsledků, i když rok 2006 zaznamenal jisté negativní odchylky od předchozího roku, nenabývali ukazatelé závažných či velmi nízkých hodnot. Poslední sledované období bylo však ve znamení vysokého nárůstu zadluženosti firmy, což by mohlo pro management podniku signalizovat začínající problémy ohledně financování podnikových potřeb. Důvodem obrovského nárůstu zadluženosti byla vysoká hodnota cizího kapitálu, hlavně krátkodobých úvěrů.

V roce 2007 byla provedena optimalizace kapitálové struktury, jež měla za úkol najít optimální zadlužení z předpokládaného vývoje *WACC*. Celková zadluženost firmy byla o více než polovinu vyšší, než je optimální zadlužení, které bylo určeno na úrovni téměř 38%. Pro firmu by to byl signál pro snížení částky cizího kapitálu, jež se podílel vysokou měrou na celkovém financování podnikových potřeb.

Můžeme tedy konstatovat, že pokud by byl rok 2007 jen výjimkou v hodnocení zadluženosti firmy, společnost dosahovala přijatelných výsledků v oblasti zadluženosti.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- 1) BLAHA, Zdeněk Sid, JINDŘICHOVSKÁ, Irena. *Jak posoudit finanční zdraví firmy: finanční analýza pro investory - bankéře, brokery, manažery, podnikatele i drobné akcionáře*. 1. vyd. Praha: Management Press, 1994. 127 s. ISBN 80-85603-62-4.
- 2) DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- 3) GRÜNWALD, Rolf, TERMER, Tomáš, HOLEČKOVÁ, Jaroslava. *Finanční analýza a plánování*. [s.l.] : Nad zlato, 1992. 110 s. ISBN 80-900383-8-7.
- 4) GRÜNWALD, Rolf. *Finanční analýza- metody a využití*. Praha: VOX Consult, 1995. 81 s.
- 5) IRWIN, David. *Finanční řízení: Finančal Control*. Suchanová Stanislava. 1. vyd. Praha: Profess Consulting, c2005. 232 s. ISBN 80-7259-019-7.
- 6) KISLINGEROVÁ, Eva, et al. *Manažerské finance*. 2. přeprac. vyd. Praha: C.H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.
- 7) KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.
- 8) SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: COMPUTER PRESS, a.s., 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.
- 9) VALACH, J. a kol.: *Finanční řízení podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 1997. 247 s. ISBN 80-901991-6-X.
- 10) VALACH, J. a kol.: *Finanční řízení a rozhodování podniku*, I. Díl, Praha: Nad zlato, 1993. 115 s. ISBN 80-85626-12-8(sv.1).

Internetové odkazy

www.mpo.cz

www.czso.cz

SEZNAM ZKRATEK

APM	Arbitrage Pricing Model Arbitrážní model oceňování
CAPM	Capital Asset Pricing Model Model oceňování kapitálových aktiv
EAT	Earnings After Tax Zisk po zdanění, čistý zisk
EBIT	Earnings Before Interest and Tax Zisk před zdaněním a úroky
EBT	Earnings Before Tax Zisk před zdaněním
EPS	Earnings Per Share Čistý zisk na akcii
P/E ratio	Price/Earning ratio Tržní cena akcie/čistý zisk na akcii
ROA	Return on Assets Rentabilita aktiv
ROCE	Return on Capital Employed Rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	Return on Equity Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Return on Sales Rentabilita tržeb
WACC	Weighted Average Cost of Capital Průměrné náklady kapitálu

PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst.3);
- souhlasím s tím, že jeden výtisk bakalářské práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího bakalářské práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o bakalářské práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, bakalářskou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 7. května 2009

.....

jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Chuchelná, Masarykova 190, 747 24

PŘÍLOHY

- ❖ Příloha č.1 Rozvaha - 2005
- ❖ Příloha č.2 Výkaz zisků a ztrát - 2005
- ❖ Příloha č.3 Rozvaha - 2006
- ❖ Příloha č.4 Výkaz zisků a ztrát - 2006
- ❖ Příloha č.5 Rozvaha - 2007
- ❖ Příloha č.6 Výkaz zisků a ztrát - 2007

Příloha č.1

Rozvaha – 2005 (v tisících)

Označení a	AKTIVA b	Běžné účetní období			Min. úč. obd.
		Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 31. 12. 2004
	AKTIVA CELKEM	1 734 877	-782 404	952 473	816 808
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál				
B.	Dlouhodobý majetek	1 025 234	-753 098	272 136	278 974
I.	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	25 278	-20 736	4 542	6 133
	1. Zřizovací výdaje				
	2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje				
	3. Software	25 233	-20 691	4 542	5 643
	4. Ocenitelná práva	45	-45		
	5. Goodwill				
	6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek				
	7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek				490
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek				
II.	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	991 756	-732 362	259 394	264 843
	1. Pozemky	17 680		17 680	17 680
	2. Stavby	407 322	-221 220	186 102	191 902
	3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	535 657	-494 831	40 826	43 937
	4. Pěstitelské celky trvalých porostů				
	5. Základní stádo a tažná zvířata				
	6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	28 687	-16 311	12 376	8 165
	7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	2 410		2 410	486
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek				2 673
	9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku				
III.	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	8 200		8 200	7 998
	1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	8 151		8 151	7 953
	2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	49		49	45
	3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly				
	4. Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv				
	5. Jiný dlouhodobý finanční majetek				
	6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek				
	7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek				
C.	Oběžná aktiva	700 316	-29 306	671 010	527 843
I.	<i>Zásoby</i>	386 034	-14 365	371 669	252 541
	1. Materiál	201 428	-5 423	196 005	118 838
	2. Nedokončená výroba a polotovary	112 409	-4 610	107 799	71 474
	3. Výrobky	68 444	-3 290	65 154	60 828
	4. Zvířata				
	5. Zboží	3 690	-1 042	2 648	1 401
	6. Poskytnuté zálohy na zásoby	63		63	
II.	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	0	0	0	6 576
	1. Pohledávky z obchodních vztahů				6 276
	2. Pohledávky - ovládající a řídicí osoba				
	3. Pohledávky - podstatný vliv				
	4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení				
	5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy				
	6. Dohadné účty aktivní				
	7. Jiné pohledávky				300
	8. Odložená daňová pohledávka				
III.	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	267 756	-14 941	252 815	234 201
	1. Pohledávky z obchodních vztahů	231 564	-5 424	226 140	198 401
	2. Pohledávky - ovládající a řídicí osoba				
	3. Pohledávky - podstatný vliv				
	4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení				
	5. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění				
	6. Stát - daňové pohledávky	9 538		9 538	6 741
	7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	5 093	-56	5 037	4 564
	8. Dohadné účty aktivní	237		237	510
	9. Jiné pohledávky	21 324	-9 461	11 863	23 985
IV.	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	46 526	0	46 526	34 525
	1. Peníze	186		186	89
	2. Účty v bankách	28 898		28 898	34 436
	3. Krátkodobé cenné papíry a podíly	17 442		17 442	
	4. Pořizovaný krátkodobý finanční majetek				
D. I.	Časové rozlišení	9 327	0	9 327	9 991
	1. Náklady příštích období	9 245		9 245	9 953
	2. Komplexní náklady příštích období				
	3. Příjmy příštích období	82		82	38

Označení a	PASIVA b	Stav v běžném účetním období 5	Stav v min.účetním období 6
	PASIVA CELKEM	952 473	816 808
A.	Vlastní kapitál	453 619	516 570
<i>I.</i>	<i>Základní kapitál</i>	<i>23 019</i>	<i>384 125</i>
1.	Základní kapitál	23 019	384 125
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)		
3.	Změny základního kapitálu		
<i>II.</i>	<i>Kapitálové fondy</i>	<i>-909</i>	<i>-923</i>
1.	Emisní ažio		
2.	Ostatní kapitálové fondy	93	94
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-1 002	-1 017
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách		
<i>III.</i>	<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>326 373</i>	<i>100 986</i>
1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	100 986	100 986
2.	Statutární a ostatní fondy	225 387	
<i>IV.</i>	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>67 462</i>	<i>14 457</i>
1.	Nerozdělený zisk minulých let	67 462	14 457
2.	Neuhrazená ztráta minulých let		
<i>V.</i>	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</i>	<i>37 674</i>	<i>17 925</i>
B.	Cizí zdroje	497 786	297 294
<i>I.</i>	<i>Rezervy</i>	<i>3 868</i>	<i>7 808</i>
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů		
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky		
3.	Rezerva na daň z příjmů		
4.	Ostatní rezervy	3 868	7 808
<i>II.</i>	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>0</i>	<i>8 577</i>
1.	Závazky z obchodních vztahů		
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba		
3.	Závazky - podstatný vliv		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy		
6.	Vydané dluhopisy		
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě		
8.	Dohadné účty pasivní		
9.	Jiné závazky		8 577
10.	Odložený daňový závazek		
<i>III.</i>	<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>298 102</i>	<i>200 909</i>
1.	Závazky z obchodních vztahů	252 918	160 463
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba		
3.	Závazky - podstatný vliv		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		
5.	Závazky k zaměstnancům	7 982	8 080
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	5 245	4 574
7.	Stát - daňové závazky a dotace	1 447	1 119
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	20 944	1 144
9.	Vydané dluhopisy		
10.	Dohadné účty pasivní	9 190	17 878
11.	Jiné závazky	376	7 651
<i>IV.</i>	<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	<i>195 816</i>	<i>80 000</i>
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	42 415	
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	153 401	80 000
3.	Krátkodobé finanční výpomoci		
C. I.	Časové rozlišení	1 068	2 944
1.	Výdaje příštích období	1 068	2 944
2.	Výnosy příštích období		

Označení a	b	Běžné období 1 – 12/2005	Minulé období 2004
I.	Tržby za prodej zboží	41 211	222 470
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	32 784	190 907
+	Obchodní marže	8 427	31 563
II.	Výkony	1 141 168	1 095 240
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 088 914	1 150 545
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	23 551	-74 125
3.	Aktivace	28 703	18 820
B.	Výkonová spotřeba	944 843	887 979
1.	Spotřeba materiálu a energie	776 611	699 651
2.	Služby	168 232	188 328
+	Přidaná hodnota	204 752	238 824
C.	Osobní náklady	170 222	175 694
1.	Mzdové náklady	123 168	126 656
2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	1 260	1 200
3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	42 172	44 069
4.	Sociální náklady	3 622	3 769
D.	Daně a poplatky	991	1 814
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	28 451	40 586
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	12 667	19 363
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	2 991	1 428
2.	Tržby z prodeje materiálu	9 676	17 935
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	13 505	22 243
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	2	
2.	Prodaný materiál	13 503	22 243
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-34 469	-3 736
IV.	Ostatní provozní výnosy	358 673	778 423
H.	Ostatní provozní náklady	358 218	770 375
V.	Převod provozních výnosů		
I.	Převod provozních nákladů		
*	Provozní výsledek hospodaření	39 174	29 634
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	131	
J.	Prodané cenné papíry a podíly	131	
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0
1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem		
2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů		
3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	1	120
K.	Náklady z finančního majetku		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	3 683	13 431
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	16 159	5 716
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti		
X.	Výnosové úroky	661	365
N.	Nákladové úroky	10 424	3 746
XI.	Ostatní finanční výnosy	65 762	44 044
O.	Ostatní finanční náklady	44 891	51 486
XII.	Převod finančních výnosů		
P.	Převod finančních nákladů		
*	Finanční výsledek hospodaření	-1 367	-2 988
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0	0
1.	- splatná		
2.	- odložená		
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	37 807	26 646
XIII.	Mimořádné výnosy	25	3 713
R.	Mimořádné náklady	158	
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0
1.	- splatná		
2.	- odložená		
**	Mimořádný výsledek hospodaření	-133	3 713
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)		
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	37 674	30 359
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	37 674	30 359

Označení a	AKTIVA b	Běžné účetní období			Min. úč. obd.
		Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 31. 12. 2005
	AKTIVA CELKEM	2 038 712	-815 253	1 223 459	952 473
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál				
B.	Dlouhodobý majetek	1 042 627	-768 023	274 604	272 136
<i>I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>25 693</i>	<i>-23 056</i>	<i>2 637</i>	<i>4 542</i>
1.	Zřizovací výdaje				
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje				
3.	Software	25 495	-23 011	2 484	4 542
4.	Ocenitelná práva	45	-45		
5.	Goodwill				
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek				
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	153		153	
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek				
<i>II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>1 008 758</i>	<i>-744 346</i>	<i>264 412</i>	<i>259 394</i>
1.	Pozemky	17 499		17 499	17 680
2.	Stavby	409 312	-227 030	182 282	186 102
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	545 593	-499 782	45 811	40 826
4.	Pěstební celky trvalých porostů				
5.	Základní stádo a tažná zvířata				
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	33 594	-17 534	16 060	12 376
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	660		660	2 410
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	2 100		2 100	
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku				
<i>III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>8 176</i>	<i>-621</i>	<i>7 555</i>	<i>8 200</i>
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	8 134	-588	7 546	8 151
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	42	-33	9	49
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly				
4.	Půjčky a úvěry – ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv				
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek				
6.	Požizovaný dlouhodobý finanční majetek				
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek				
C.	Oběžná aktiva	986 696	-47 230	939 466	671 010
<i>I.</i>	<i>Zásoby</i>	<i>358 834</i>	<i>-35 291</i>	<i>323 543</i>	<i>371 669</i>
1.	Materiál	194 055	-4 751	189 304	196 005
2.	Nedokončená výroba a polotovary	94 851	-11 127	83 724	107 799
3.	Výrobky	63 702	-18 371	45 331	65 154
4.	Zvířata				
5.	Zboží	6 226	-1 042	5 184	2 648
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby				63
<i>II.</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů				
2.	Pohledávky – ovládající a řídicí osoba				
3.	Pohledávky – podstatný vliv				
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení				
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy				
6.	Dohadné účty aktivní				
7.	Jiné pohledávky				
8.	Odložená daňová pohledávka				
<i>III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>595 357</i>	<i>-11 939</i>	<i>583 418</i>	<i>252 815</i>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	530 390	-2 815	527 575	226 140
2.	Pohledávky – ovládající a řídicí osoba				
3.	Pohledávky – podstatný vliv				
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení				
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění				
6.	Stát – daňové pohledávky	20 031		20 031	9 538
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 827	-113	2 714	5 037
8.	Dohadné účty aktivní	356		356	237
9.	Jiné pohledávky	41 753	-9 011	32 742	11 863
<i>IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>32 505</i>	<i>0</i>	<i>32 505</i>	<i>46 526</i>
1.	Peníze	142		142	186
2.	Účty v bankách	32 363		32 363	28 898
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly				17 442
4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek				
D.	I. Časové rozlišení	9 389	0	9 389	9 327
1.	Náklady příštích období	9 311		9 311	9 245
2.	Komplexní náklady příštích období				
3.	Příjmy příštích období	78		78	82

Označení a	PASIVA b	Stav v běžném účetním období 5	Stav v min. účetním období 6
	PASIVA CELKEM	1 223 459	952 473
A.	Vlastní kapitál	456 103	453 619
I.	Základní kapitál	23 019	23 019
1.	Základní kapitál	23 019	23 019
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)		
3.	Změny základního kapitálu		
II.	Kapitálové fondy	36	-909
1.	Emisní ažio		
2.	Ostatní kapitálové fondy	93	93
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-57	-1 002
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách		
III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	326 373	326 373
1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	100 986	100 986
2.	Statutární a ostatní fondy	225 387	225 387
IV.	Výsledek hospodaření minulých let	92 322	67 462
1.	Nerozdělený zisk minulých let	92 322	67 462
2.	Neuhrazená ztráta minulých let		
V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	14 353	37 674
B.	Cizí zdroje	764 645	497 786
I.	Rezervy	15 203	3 868
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů		
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky		
3.	Rezerva na daň z příjmů		
4.	Ostatní rezervy	15 203	3 868
II.	Dlouhodobé závazky	0	0
1.	Závazky z obchodních vztahů		
2.	Závazky – ovládající a řídicí osoba		
3.	Závazky – podstatný vliv		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy		
6.	Vydané dluhopisy		
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě		
8.	Dohadné účty pasivní		
9.	Jiné závazky		
10.	Odložený daňový závazek		
III.	Krátkodobé závazky	306 003	298 102
1.	Závazky z obchodních vztahů	240 374	252 918
2.	Závazky – ovládající a řídicí osoba		
3.	Závazky – podstatný vliv		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		
5.	Závazky k zaměstnancům	9 197	7 982
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	4 966	5 245
7.	Stát – daňové závazky a dotace	1 206	1 447
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	9 528	20 944
9.	Vydané dluhopisy		
10.	Dohadné účty pasivní	40 150	9 190
11.	Jiné závazky	582	376
IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	443 439	195 816
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	36 011	42 415
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	407 428	153 401
3.	Krátkodobé finanční výpomoci		
C. I.	Časové rozlišení	2 711	1 068
1.	Výdaje příštích období	2 711	1 068
2.	Výnosy příštích období		

Označení a	b	Běžné období 01–12/2006	Minulé období 5/2004–12/2005
I.	Tržby za prodej zboží	87 256	220 087
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	73 992	185 574
+	Obchodní marže	13 264	34 513
II.	Výkony	1 687 773	1 864 526
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 633 551	1 890 624
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-22 300	-65 177
3.	Aktivace	76 522	39 079
B.	Výkonová spotřeba	1 400 167	1 533 700
1.	Spotřeba materiálu a energie	1 106 693	1 235 801
2.	Služby	293 474	297 899
+	Přidaná hodnota	300 870	365 339
C.	Osobní náklady	211 714	289 858
1.	Mzdové náklady	149 627	209 336
2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	3 880	2 060
3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	52 286	72 358
4.	Sociální náklady	5 921	6 104
D.	Daně a poplatky	899	2 546
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	32 008	55 914
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	34 780	23 232
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	22 215	3 249
2.	Tržby z prodeje materiálu	12 565	19 983
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	30 786	27 373
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	18 287	2
2.	Prodaný materiál	12 499	27 371
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	28 049	-38 747
IV.	Ostatní provozní výnosy	425 894	899 589
H.	Ostatní provozní náklady	439 949	897 310
V.	Převod provozních výnosů		
I.	Převod provozních nákladů		
*	Provozní výsledek hospodaření	18 139	53 906
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů		131
J.	Prodané cenné papíry a podíly		131
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	700	0
1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osob a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	700	
2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů		
3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	1	121
K.	Náklady z finančního majetku		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	36 855	15 430
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	4 153	18 343
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	620	
X.	Výnosové úroky	682	974
N.	Nákladové úroky	13 212	13 027
XI.	Ostatní finanční výnosy	81 716	95 288
O.	Ostatní finanční náklady	77 572	78 877
XII.	Převod finančních výnosů		
P.	Převod finančních nákladů		
*	Finanční výsledek hospodaření	24 397	1 566
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0	0
1.	- splatná		
2.	- odložená		
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	42 536	55 472
XIII.	Mimořádné výnosy	-28 133	285
R.	Mimořádné náklady	50	158
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0
1.	- splatná		
2.	- odložená		
*	Mimořádný výsledek hospodaření	-28 183	127
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)		
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	14 353	55 599
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	14 353	55 599

Označení a	AKTIVA b	Běžné účetní období			Min. úč. obd.
		Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 31.12.2006
	AKTIVA CELKEM	2 279 475	-810 609	1 468 866	1 223 459
A	Pohledávky za upsaný základní kapitál	109 260		109 260	
B	Dlouhodobý majetek	1 055 790	-770 794	284 996	274 604
I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	27 590	-24 984	2 606	2 637
1.	Zřizovací výdaje				
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje				
3.	Software	27 435	-24 939	2 496	2 484
4.	Ocenitelná práva	45	-45		
5.	Goodwill				
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek				
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	110		110	153
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek				
II.	Dlouhodobý hmotný majetek	1 020 221	-745 389	274 832	264 412
1.	Pozemky	17 500		17 500	17 499
2.	Stavby	395 958	-214 867	181 091	182 282
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	562 148	-511 391	50 757	45 811
4.	Pěstební práce a trvalé porosty				
5.	Základní stádo a tažná zvířata				
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	37 876	-19 131	18 745	16 060
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 372		1 372	660
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	5 367		5 367	2 100
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku				
III.	Dlouhodobý finanční majetek	7 979	-421	7 558	7 555
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	7 942	-396	7 546	7 546
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	36	-25	11	9
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly				
4.	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv				
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek				
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	1		1	
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek				
C	Oběžná aktiva	1 105 285	-39 815	1 065 470	939 466
I.	Zásoby	695 735	-33 960	661 775	323 543
1.	Materiál	346 936	-5 247	341 689	189 304
2.	Nedokončená výroba a polotovary	196 254	-11 005	185 249	83 724
3.	Výrobky	150 797	-17 708	133 089	45 331
4.	Zvířata				
5.	Zboží	1 744		1 744	5 184
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	4		4	
II.	Dlouhodobé pohledávky	2 091	0	2 091	0
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	2 091		2 091	
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba				
3.	Pohledávky - podstatný vliv				
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení				
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy				
6.	Dohadné účty aktivní				
7.	Jiné pohledávky				
8.	Odložená daňová pohledávka				

Označení a	AKTIVA b	Běžné účetní období			Min. úč. obd.
		Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 31.12.2006
III.	Krátkodobé pohledávky	368 838	-5 855	362 983	583 418
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	263 895	-5 855	258 040	527 575
2.	Pohledávky - ovládací a řídicí osoba	67 973		67 973	
3.	Pohledávky - podstatný vliv				
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení				
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění				
6.	Stát - daňové pohledávky	21 558		21 558	20 031
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 854		2 854	2 714
8.	Dohadné účty aktivní	73		73	356
9.	Jiné pohledávky	12 485		12 485	32 742
IV.	Krátkodobý finanční majetek	38 621	0	38 621	32 505
1.	Peníze	170		170	142
2.	Účty v bankách	38 451		38 451	32 363
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly				
4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek				
D I.	Časové rozlišení	9 140	0	9 140	9 389
1.	Náklady příštích období	9 110		9 110	9 311
2.	Komplexní náklady příštích období				
3.	Příjmy příštích období	30		30	78

v tisících Kč

Označení a	PASIVA b	Stav v běžném účetním období 5	Stav v min. účetním období 6
	PASIVA CELKEM	1 468 866	1 223 459
A	Vlastní kapitál	128 570	456 103
I.	Základní kapitál	23 019	23 019
1.	Základní kapitál	23 019	23 019
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)		
3.	Změny základního kapitálu		
II.	Kapitálové fondy	-463 309	36
1.	Emisní ažio		
2.	Ostatní kapitálové fondy	94	93
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-15	-57
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	-463 388	
III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	326 372	326 373
1.	Zákonný rezervní fond/ Nedělitelný fond	100 986	100 986
2.	Statutární a ostatní fondy	225 386	225 387
IV.	Výsledek hospodaření minulých let	113 799	92 322
1.	Nerozdělený zisk minulých let	133 694	92 322
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-19 895	
V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	128 689	14 353

Označení a	PASIVA b	Stav v běžném účetním období 5	Stav v min. účetním období 6
B	Cizí zdroje	1 339 637	764 645
I.	Rezervy	55 083	15 203
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	43 335	
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky		
3.	Rezerva na daň z příjmů		
4.	Ostatní rezervy	11 748	15 203
II.	Dlouhodobé závazky	0	0
1.	Závazky z obchodních vztahů		
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba		
3.	Závazky - podstatný vliv		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy		
6.	Vydané dluhopisy		
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě		
8.	Dohadné účty pasivní		
9.	Jiné závazky		
10.	Odložený daňový závazek		
III.	Krátkodobé závazky	930 951	306 003
1.	Závazky z obchodních vztahů	397 589	240 374
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	371 842	
3.	Závazky - podstatný vliv		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		
5.	Závazky k zaměstnancům	10 756	9 197
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	6 141	4 966
7.	Stát - daňové závazky a dotace	16 150	1 206
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	43 464	9 528
9.	Vydané dluhopisy		
10.	Dohadné účty pasivní	42 266	40 150
11.	Jiné závazky	42 743	582
IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	353 603	443 439
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé		36 011
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	353 603	407 428
3.	Krátkodobé finanční výpomoci		
C I.	Časové rozlišení	659	2 711
1.	Výdaje příštích období	624	2 711
2.	Výnosy příštích období	35	

Označení a	b	Běžné období leden - prosinec 2007	Minulé období leden - prosinec 2006
I.	Tržby za prodej zboží	19 582	87 256
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	18 764	73 992
+	Obchodní marže	818	13 264
II.	Výkony	1 660 162	1 687 773
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 405 147	1 633 551
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	188 498	-22 300
3.	Aktivace	66 517	76 522
B.	Výkonová spotřeba	1 249 472	1 400 167
1.	Spotřeba materiálu a energie	1 043 569	1 106 693
2.	Služby	205 903	293 474
+	Přidaná hodnota	411 508	300 870
C.	Osobní náklady	241 433	211 714
1.	Mzdové náklady	164 867	149 627
2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	12 480	3 880
3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	57 706	52 286
4.	Sociální náklady	6 380	5 921
D.	Daně a poplatky	920	899
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	40 660	32 008
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	19 639	34 780
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	1 846	22 215
2.	Tržby z prodeje materiálu	17 793	12 565
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	18 350	30 786
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku		18 287
2.	Prodáván materiál	18 350	12 499
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	18 164	28 049
IV.	Ostatní provozní výnosy	11 589	425 894
H.	Ostatní provozní náklady	24 053	439 949
V.	Převod provozních výnosů		
I.	Převod provozních nákladů		
+	Provozní výsledek hospodaření	99 156	18 139
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	329	
J.	Prodané cenné papíry a podíly	240	
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	700	700
1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osob a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	700	700
2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů		
3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku		1
K.	Náklady z finančního majetku		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	20 478	36 855
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	41 589	4 153
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-200	620
X.	Výnosové úroky	1 207	682

Označení a	b	Běžné období leden - prosinec 2007	Minulé období leden - prosinec 2006
N.	Nákladové úroky	38 493	13 212
XI.	Ostatní finanční výnosy	144 581	81 716
O.	Ostatní finanční náklady	91 437	77 572
XII.	Převod finančních výnosů		
P.	Převod finančních nákladů		
*	Finanční výsledek hospodaření	-4 264	24 397
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	-33 751	0
1.	- splatná	14 512	
2.	- odložená	-48 263	
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	128 643	42 536
XIII.	Mimořádné výnosy	72	-28 133
R.	Mimořádné náklady	26	50
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0
1.	- splatná		
2.	- odložená		
*	Mimořádný výsledek hospodaření	46	-28 183
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)		
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	128 689	14 353
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	94 938	14 353